



# VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

## FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

## ÚSTAV FINANCÍ

INSTITUTE OF FINANCES

## URČOVÁNÍ HODNOTY PODNIKU

BUSINESS VALUATION

### DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

### AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. Marcela Šurečková

### VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.

BRNO 2021

# Zadání diplomové práce

Ústav: Ústav financí  
Studentka: **Bc. Marcela Šurečková**  
Studijní program: Ekonomika a management  
Studijní obor: Účetnictví a finanční řízení podniku  
Vedoucí práce: **prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.**  
Akademický rok: 2020/21

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně zadává diplomovou práci s názvem:

## Určování hodnoty podniku

### Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod  
Cíle práce, metody a postup zpracování  
Teoretická východiska práce  
Strategická analýza podnikatelského subjektu  
Návrh finančního plánu  
Stanovení hodnoty podniku  
Závěr  
Seznam použité literatury  
Přílohy

### Cíle, kterých má být dosaženo:

Cílem práce je stanovení hodnoty podniku FRUJO. K tomu je nutné provést strategickou analýzu společnosti, vypracovat finanční plán, stanovit náklady kapitálu a stanovit hodnotu podniku metodou diskontovaného cash flow. Navržené ocenění bude diskutované z hlediska podmínek jeho platnosti.

### Základní literární prameny:

DAMODARAN, A. Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. 3rd Edition. Hoboken, N. J.: Wiley, 2012. 974 s. ISBN 9781118011522.

MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.

MAŘÍKOVÁ, P. a M. MAŘÍK. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2007. 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2020/21

V Brně dne 28.2.2021

L. S.

---

doc. Ing. Mgr. Karel Brychta, Ph.D.  
ředitel

---

doc. Ing. Vojtěch Bartoš, Ph.D.  
děkan

## **Abstrakt**

Diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty společnosti FRUJO, a. s. výnosovými metodami k 31.12.2019. Teoretická část obsahuje postupy stanovení hodnoty podniku. Praktická část práce obsahuje strategickou a finanční analýzu, analýzu a prognózu generátorů hodnoty, sestavení finančního plánu a samotné ocenění podniku metodou diskontovaného peněžního toku ve variantě entity.

## **Abstract**

The diploma thesis deals with the determination of the value of the company FRUJO, a. s. by using income-based methods to 31.12.2019. The theoretical part contains procedures related to the issue of determining the value of the company. The practical part of the work includes the implementation of strategic and financial analysis, analysis and prognosis of value drivers, the compilation of a financial plan and determination of the value by the method of discounted cash flow (entity approach).

## **Klíčová slova**

Stanovení hodnoty podniku, strategická analýza, finanční analýza, generátory hodnoty, finanční plán, diskontovaný peněžní tok, průměrné vážené náklady kapitálu

## **Key words**

Determination of the value of the company, Strategic analysis, Financial analysis, Value drivers, Financial plan, Discounted cash flow, Weighted average cost of capital

### **Bibliografická citace**

ŠUREČKOVÁ, Marcela. *Určování hodnoty podniku* [online]. Brno, 2021 [cit. 2021-04-15]. Dostupné z: <https://www.vutbr.cz/studenti/zav-prace/detail/135168>. Diplomová práce. Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, Ústav financí. Vedoucí práce Mária Režňáková.

### **Čestné prohlášení**

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracovala jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušila autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 14. května 2021

.....

podpis autora

### **Poděkování**

Tímto bych ráda poděkovala vedoucí mé diplomové práce paní prof. Ing. Márii Režňákové, CSc. za ochotně poskytnuté rady a připomínky při psaní této práce. Dále bych chtěla poděkovat společnosti FRUJO, a.s. za poskytnutí potřebných informací pro zpracování diplomové práce.

# OBSAH

ÚVOD.....	11
1 CÍL PRÁCE, METODY A POSTUPY ZPRACOVÁNÍ.....	12
2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE.....	13
2.1 Základní pojmy a principy v oblasti oceňování podniků.....	13
2.1.1 Podnik a jeho hodnota.....	13
2.1.2 Kategorie hodnoty podniku.....	14
2.1.3 Postup při oceňování podniku.....	15
2.1.4 Volba metody pro ocenění.....	15
2.2 Strategická analýza podniku.....	16
2.2.1 Analýza vnějšího potenciálu.....	16
2.2.2 Analýza vnitřního potenciálu.....	18
2.3 Analýza finančního zdraví podniku.....	19
2.3.1 Analýza absolutních ukazatelů.....	19
2.3.2 Analýza poměrových ukazatelů.....	20
2.3.3 Rychlý test.....	21
2.4 Provozně nutný majetek a korigovaný výsledek hospodaření.....	21
2.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty.....	22
2.5.1 Tržby.....	23
2.5.2 Provozní zisková marže.....	23
2.5.3 Čistý pracovní kapitál.....	24
2.5.4 Investice do dlouhodobého majetku.....	25
2.6 Sestavení finančního plánu.....	26
2.7 Ocenění na základě analýzy výnosů.....	26
2.7.1 Metoda diskontovaného cash flow.....	27
2.8 Náklady kapitálu.....	30
2.8.1 Náklady na cizí kapitál.....	31
2.8.2 Náklady na vlastní kapitál.....	31
2.8.3 Stanovení vah pro výpočet WACC.....	33
3 STRATEGICKÁ ANALÝZA PODNIKU.....	34
3.1 Představení oceňovaného podniku.....	34
3.2 Strategická analýza podniku.....	37



3.2.1 Analýza vnějšího potenciálu .....	37
3.2.2 Vymezení relevantního trhu .....	37
3.2.3 PESTE analýza .....	38
3.2.4 Analýza odvětví.....	44
3.2.5 Analýza konkurence .....	49
3.3 Analýza vnitřního potenciálu .....	53
3.3.1 Model „7 S“ .....	53
3.3.2 Další klíčové oblasti podniku .....	55
3.4 Analýza finančního zdraví podniku .....	57
3.4.1 Analýza absolutních ukazatelů .....	57
3.4.2 Analýza poměrových ukazatelů .....	63
3.4.3 Zhodnocení finanční analýzy .....	68
3.5 SWOT analýza .....	70
4 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY.....	72
4.1 Vyčlenění neprovozního majetku .....	72
4.2 Prognóza vývoje relevantního trhu a tržeb podniku .....	73
4.2.1 Prognóza vývoje relevantního trhu.....	73
4.2.2 Prognóza vývoje tržeb podniku .....	76
4.3 Zisková marže .....	78
4.3.1 Prognóza ziskové marže shora .....	78
4.3.2 Prognóza ziskové marže zdola .....	79
4.4 Analýza a prognóza čistého pracovního kapitálu .....	81
4.5 Analýza a prognóza dlouhodobého majetku .....	83
4.6 Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu .....	85
5 NÁVRH FINANČNÍHO PLÁNU.....	87
5.1 Plán tržeb a nákladů .....	87
5.2 Plánovaná rozvaha .....	88
5.3 Plánovaný výkaz o peněžních tocích .....	90
5.4 Finanční analýza plánu.....	91
6 NÁVRH OCENĚNÍ PODNIKU .....	93
6.1 Náklady kapitálu .....	93
6.1.1 Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) .....	95

6.2 Volný peněžní tok pro 1. fázi ocenění .....	95
6.3 Pokračující hodnota.....	96
6.4 Výsledné ocenění podniku .....	97
6.5 Ocenění při změně vstupních parametrů.....	98
ZÁVĚR.....	100
SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ.....	102
SEZNAM TABULEK.....	106
SEZNAM GRAFŮ.....	109
SEZNAM PŘÍLOH.....	110

## ÚVOD

Stanovení hodnoty podniku je složitý proces, při kterém oceňovatel na základě sesbíraných dat analyzuje výnosový potenciál podniku, který pak prostřednictvím zvolené metody ocenění promítne do výsledné hodnoty podniku. Potřeba stanovit hodnotu podniku vzniká z různých důvodů, například při plánovaném prodeji podniku, vstupu nových společníků do podniku, v souvislosti s poskytnutím úvěru nebo pro účely strategického řízení. Určení hodnoty podniku je také v zájmu vlastníků podniku, neboť jim podává informaci o tom, zda bude podnik schopen zhodnocovat jejich vložený kapitál.

Stanovení hodnoty podniku je individuálním procesem, jenž závisí na konkrétních podmínkách platných pro oceňovaný podnik. Kvalita ocenění závisí mimo jiné především na dostupnosti vstupních dat a schopnostech a zkušenostech oceňovatele.

Diplomová práce se bude zabývat stanovením hodnoty společnosti FRUJO, a. s. Jedná se o ryze českou společnost, která se specializuje na výrobu převážně ovocných polotovarů pro potravinářský průmysl. Práce se bude nejprve zabývat stručným popisem metod a postupů, které budou aplikovány na konkrétní podnik. Po představení podniku bude zpracována jeho strategická analýza, analýza a prognóza generátorů hodnoty, sestaven návrh finančního plánu a proveden konkrétní návrh ocenění. Ten bude v závěru práce ještě testován při změnách vstupních parametrů.

# 1 CÍL PRÁCE, METODY A POSTUPY ZPRACOVÁNÍ

Cílem diplomové práce je stanovit hodnotu společnosti FRUJO, a. s. Stanovení hodnoty bude provedeno k 31.12.2019 na bázi objektivizované hodnoty pro potřeby managementu společnosti.

Pro ocenění podniku jsou v této práci využity následující metody:

- Strategická analýza, jejímž cílem je rozpoznat a analyzovat všechny faktory vnějšího a vnitřního prostředí podniku, které na podnik působí a mohly by tak mít dopad na výslednou hodnotu podniku. Pro analýzu vnějšího prostředí bude použita analýza PESTE a Porterův model pěti sil. K analýze vnitřního prostředí pak bude aplikován McKinseyho model 7S.
- Finanční analýza, zpracovaná za účelem posouzení finančního zdraví podniku, která spolu se strategickou analýzou hodnotí, zda podnik splňuje předpoklad neomezeného trvání podniku, aby jej bylo možné ocenit některou z výnosových metod. Finanční zdraví podniku je posuzováno za období 2015 až 2019, a to prostřednictvím analýzy absolutních a poměrových ukazatelů. Poměrové ukazatele jsou hodnoceny ve vztahu k hodnotám největších konkurentů a také průměrným hodnotám odvětví, ve kterém se podnik pohybuje.
- Metody finančního plánování, jejichž pomocí bude sestaven finanční plán zahrnující plán výnosů a nákladů, plánovanou rozvahu a plánované peněžní toky. Východiskem pro sestavení finančního plánu jsou tržby, které budou prognózovány pomocí matematicko-statistických metod. Ostatní položky finančního plánu budou stanoveny metodou procentního podílu na tržbách.
- Metody stanovení hodnoty podniku, a to konkrétně výnosová metoda diskontovaných peněžních toků ve variantě entity.

## 2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE

Teoretická východiska práce jsou zpracována za účelem vysvětlení základních principů v oblasti oceňování podniku, vymezení základního postupu při ocenění a definování metod, které budou v této práci aplikovány na konkrétní podnik.

### 2.1 Základní pojmy a principy v oblasti oceňování podniků

V této podkapitole budou vysvětleny základní pojmy problematiky oceňování podniků, jimiž jsou podnik, hodnota podniku, hladiny hodnoty podniku a kategorie hodnoty podniku.

#### 2.1.1 Podnik a jeho hodnota

Podnikem se s účinností nového občanského zákoníku rozumí tzv. obchodní závod, jenž je definován jako: *„organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu“* (§ 502, Zákon č. 89/2012 Sb.).

S tímto pojmem významně souvisí také definice podnikatele a jmění, uvedena v tomto zákoníku: *„Kdo samostatně vykonává na vlastní účet a odpovědnost výdělečnou činnost živnostenským nebo obdobným způsobem se záměrem činit tak soustavně za účelem dosažení zisku, je považován se zřetelem k této činnosti za podnikatele“* (§ 420, odst. 1, Zákon č. 89/2012 Sb.). *„Souhrn všeho, co osobě patří, je její majetek. Jméno osoby tvoří souhrn jejího majetku a jejích dluhů“* (§ 420, Zákon č. 89/2012 Sb.).

Z výše uvedených definic plyne, že podnik je oceňován jako obchodní závod, nikoliv jako právní subjekt. Jedná se tedy o funkční celek, jehož účelem je dosahování zisku. Vedle toho je důležité brát podnik soubor jmění, tj. nejenom jeho majetek, ale také jeho dluhy (Mařík a kol., 2018, s. 18).

V ekonomickém slova smyslu mají statky dvojí hodnotu, a to užitnou a směnnou. Užitná hodnota vyjadřuje schopnost statku uspokojovat individuální lidské potřeby. Pakliže má statek hodnotu užitnou a zároveň je dostupný v omezeném množství, má také hodnotu směnnou. Hodnota podniku však závisí také na budoucím užítku, který lze z jeho držení očekávat, přičemž ten může být jak finanční, tak nefinanční povahy. Z výše uvedeného

vyplývá, že hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy převedenými na jejich současnou hodnotu (Mařík a kol., 2018, s. 24). Důležité je zde zdůraznit, že podnik sám o sobě nemá žádnou objektivní, na konkrétních podmínkách nezávislou hodnotu, proto neexistuje jediné obecně platné a správné ocenění (Kislingerová, 2001, s. 6).

Podnik lze oceňovat ve dvou hladinách – hodnotě brutto a hodnotě netto. Hodnota brutto představuje hodnotu podniku jako celku, jenž v sobě zahrnuje hodnotu pro vlastníky i věřitele. Nejčastěji je však touto hodnotou myšlena hodnota pro veškeré vlastníky, ale pouze pro věřitele poskytující explicitně úročený kapitál. Hodnota netto je hodnotou pouze pro vlastníky podniku (Mařík a kol., 2018, s. 19).

### **2.1.2 Kategorie hodnoty podniku**

Existuje několik způsobů, jak na hodnotu nahlížet a tím ji kategorizovat. Podle Maříka a kol. se postupně pro oceňování podniku vyvinuly tyto čtyři základní kategorie hodnoty:

1. tržní hodnota,
2. subjektivní hodnota,
3. objektivizovaná hodnota,
4. komplexní přístup na základě Kolínské školy (Mařík a kol., 2018, s. 25).

V této práci bude podnik oceněn na bázi objektivizované hodnoty, jenž je definována Německými oceňovacími standardy následovně: „*Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku*“ (IDW S1 2008, s. 9).

Tato hodnota by měla být postavena na všeobecně uznávaných informacích a dodržování určitých zásad a postupů pro dosažení co největší reprodukovatelnosti výsledku ocenění. K nejdůležitějším zásadám patří například zachování stávajícího managementu a způsobu financování podniku nebo nezohlednění dosud nezavedených nebo v podnikových plánech nezdokumentovaných změn (Mařík a kol., 2018, s. 35-36).

### **2.1.3 Postup při oceňování podniku**

Postup při ocenění podniku v této práci, vycházející ze základní literatury (Mařík a kol., 2018, s. 71) bude následující:

1. Sběr vstupních dat

Předmětem sběru vstupních dat budou informace o podniku (identifikace podniku, předmět podnikání, vlastnická struktura, struktura výrobků, odběratelů a dodavatelů, pracovníci, ekonomická data a další) a informace o okolí podniku (makroekonomické prostředí, relevantní trh a faktory jeho vývoje, konkurence apod.).

2. Analýza dat

- a. strategická analýza
- b. analýza finančního zdraví podniku
- c. analýza a prognóza generátorů hodnoty

3. Sestavení finančního plánu

4. Ocenění na základě zvolené metody

5. Analýza citlivosti ocenění na změnu vstupních parametrů.

### **2.1.4 Volba metody pro ocenění**

Volba metody pro ocenění podniku závisí na konkrétním účelu, ke kterému má být ocenění použito, zvolené bázi hodnoty a případně i podle výsledků provedených analýz podniku. Mařík vymezuje následující základní metody pro ocenění do tří skupin:

1. Ocenění na základě analýzy výnosů

- a. Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
- b. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- c. Kombinované (korigované) výnosové metody
- d. Metoda ekonomické přidané hodnoty

2. Ocenění na základě analýzy trhu

- a. Ocenění na základě tržní kapitalizace
- b. Ocenění na základě srovnatelných podniků
- c. Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu
- d. Ocenění na základě srovnatelných transakcí

- e. Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů
3. Ocenění na základě analýzy majetku
- a. Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
  - b. Substanční hodnota na principu nákladů na znovupořízení
  - c. Substanční hodnota na principu úspory nákladů
  - d. Majetkové ocenění na principu tržních hodnot
  - e. Likvidační hodnota (Mařík a kol., 2018, s. 45).

## **2.2 Strategická analýza podniku**

Cílem strategické analýzy je identifikace a rozbor všech relevantních faktorů ovlivňující volbu cílů a strategie podniku a jejich vzájemných souvislostí. Strategická analýza je orientována na vnější okolí podniku zahrnující makrookolí, odvětví, konkurenci, i na vnitřní zdroje a schopnosti podniku (Sedláčková, 2006, s. 8-9).

Podle Maříka je „*hlavní funkcí strategické analýzy vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku*“ (Mařík a kol., 2018, s. 74). Z takto pojaté definice strategické analýzy bude práce vycházet.

Celkový výnosový potenciál podniku je závislý na svém vnějším a vnitřním potenciálu. Vnější potenciál podniku představuje šance a rizika, která plynou z podnikatelského prostředí státu, ve kterém podnik sídlí a relevantního trhu, na kterém je jeho podnikatelská činnost realizována. Vnitřní potenciál představuje, do jaké míry je podnik schopen využívat šance a čelit rizikům vnějšího prostředí vyjádřené prostřednictvím jeho silných a slabých stránek (Mařík a kol., 2018, s. 74).

### **2.2.1 Analýza vnějšího potenciálu**

V rámci analýzy vnějšího potenciálu bude v této práci použita pro hodnocení vnějšího okolí podniku analýza PEST a pro hodnocení konkurenční síly bude aplikován Porterův model pěti konkurenčních sil.

#### **1. PEST analýza**

Úkolem PEST analýzy je identifikace faktorů vnějšího okolí podniku, jejichž změna by na podnik měla významný vliv, a zároveň odhadnout, k jakým konkrétním změnám by mohlo



dojít. Označení PEST analýza vyplývá ze čtyř základních skupin faktorů, které jsou např. podle Sedláčkové a Buchty považovány za klíčové k hodnocení vnějšího okolí podniku. Jedná se o faktory politické a legislativní, ekonomické, sociální a technologické. U některých autorů se však lze setkat také s dalšími rozšiřujícími oblastmi faktorů, např. ekologickými (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 16-20).

Mezi **politické a legislativní faktory** patří politická stabilita vlády, politická omezení jako jsou daňové zákony, regulace exportu a importu či cenová politika, ochrana spotřebitele, ochrana životního prostředí a další (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 16-17),

**Ekonomické faktory** určovány stavem ekonomiky, jenž je charakterizován základními makroekonomickými ukazateli, kterými jsou míra ekonomického růstu, úroková míra, míra inflace, daňová politika, směnný kurz, nezaměstnanost, průměrná mzda, kupní síla, vývoj cen energií apod. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 17-19).

**Sociální faktory** se týkají především postojů a životního stylu obyvatelstva. Lze analyzovat např. životní úroveň obyvatelstva, demografické změny (stárnutí populace), stav vzdělání, změny v požadavcích, chování, životním stylu obyvatelstva, jejich přístup k práci a volnému času apod (Mallya, 2007, s. 42).

**Technologické trendy** musí podnik sledovat, chce-li se vyhnout zaostalosti a možné ztrátě své konkurenceschopnosti. Mezi technologické faktory lze zahrnout vládní podporu výzkumu a vývoje, celkový stav technologie, rychlost zastarávání, nové objevy a další (Sedláčková a Buchta, 2006, s. 18-19).

Za samostatnou část analýzy lze považovat také rozbor **ekologických faktorů** zahrnující především ochranu životního prostředí, zpracování odpadů a recyklace, změnu klimatických podmínek či udržitelný rozvoj (Mallya, 2007, s. 48).

## 2. Porterův model pěti konkurenčních sil

Model vychází z předpokladu, že je strategická pozice podniku určována působením pěti základních faktorů:

1. rivalitou mezi konkurenčními podniky,
2. hrozbou substitutů,
3. hrozbou vstupu nových konkurentů,
4. vyjednávací silou dodavatelů a

5. vyjednávací silou odběratelů (Grasseová a kol., 2012, s. 191).

**Vyjednávací síla odběratelů** závisí především na jejich velikosti, významnosti, citlivosti na cenové změny, velikosti nákladů na přechod k jinému dodavateli, informovanosti o tržní ceně apod. **Vyjednávací síla dodavatelů** se je ovlivněna zejména jejich velikostí, významností (dlouholetá tradice, dobrá image), počtem obsluhující daný trh, významností jejich zákazníků, stupněm diferenciací zboží a mnoha dalších faktorech (Grasseová a kol., 2012, s. 192).

**Hrozba vstupu nových konkurentů** se snižuje zejména když jsou fixní náklady vstupu do odvětví vysoké, odvětví má charakter přirozeného monopolu, existují dobré podmínky pro využití nákladů z rozsahu, na trhu působí již zaběhnuté podniky s dlouholetou tradicí nebo pokud jsou výrobky vysoce diferenciované. **Hrozba substitutů** je pak snižována především tehdy, neexistují-li k danému výrobku blízké substituty, dále pak například z důvodu vysokých nákladů na výrobu substitutů (Grasseová a kol., 2012, s. 192)

**Rivalita stávajících konkurentů** je vysoká, jedná-li se o málo rostoucí, popř. zmenšující se trh, či jedná-li se o nové, v budoucnu lukrativní odvětví. Dalšími důvody mohou být velmi malá ziskovost v odvětví, málo diferenciované výrobky z důvodu absence vnímání rozdílů mezi výrobky zákazníky, příliš vysoké bariéry výstupu a mnohé další (Grasseová a kol., 2012, s. 192).

### 2.2.2 Analýza vnitřního potenciálu

Při analýze vnitřního potenciálu je vhodné použít analýzu „7S“ od společnosti McKinsey.

#### McKinsey „7S“

Model „7S“ byl vytvořen v sedmdesátých letech společností McKinsey za účelem pomoci manažerům pochopit složitosti spojené s organizačními změnami. V modelu je zahrnuto sedm faktorů, které je třeba vnímat ve vzájemné souvislosti:

1. **Strategie (Strategy)** – vyjadřuje schopnost podniku dosahovat své vize a reagovat na hrozby a příležitosti ve svém okolí,
2. **Struktura (Structure)** – představuje organizační strukturu podniku, uspořádání ve smyslu nadřízenosti a podřízenosti, sdílení informací,

3. **Systémy (*Systems*)** – slouží ke každodennímu řízení aktivit podniku (manažerské informační systémy, komunikační systémy, systémy alokace zdrojů, kontrolní systémy apod.),
4. **Styl práce a vedení (*Style*)** – vyjadřuje, jak management přistupuje k řízení svých pracovníků, přičemž je nutno rozeznávat formální a neformální řízení,
5. **Spolupracovníci (*Staff*)** – rozumí se rozvoj lidských zdrojů organizace, vztahy mezi nimi, motivace, chování vůči podniku apod.,
6. **Schopnosti (*Skills*)** – vyjadřuje kompetence uvnitř podniku, znalosti a kvalifikace pracovníků,
7. **Sdílené hodnoty (*Shared Values*)** – jsou odrazem základních skutečností, principů a idejí podniku, které jsou respektovány všemi, jenž jsou na úspěchu podniku zainteresováni (Mallya, 2007, s. 73-75).

## 2.3 Analýza finančního zdraví podniku

Finanční analýza by při oceňování podniku podle Maříka a kol. měla by plnit dvě základní funkce – prověřit finanční zdraví podniku a vytvořit základ pro finanční plán. Z analýzy finančního zdraví podniku by měly být vyvozeny závěry, které se promítnou do ocenění doplněním předběžného výroku o perspektivnosti podniku, který již částečně vyplynul ze strategické analýzy, příp. doplnit podklady pro stanovení rizika podniku (Mařík a kol., 2018, s. 116).

### 2.3.1 Analýza absolutních ukazatelů

Absolutní ukazatele jsou využívány jednak ke srovnání vývoje v čase, tj. horizontální analýza, a k procentnímu rozboru jednotlivých položek účetních výkazů, tj. vertikální analýza (Knápková a kol., 2013, s. 67).

**Vertikální analýza** představuje procentní rozbor položek účetních výkazů. Cílem vertikální analýzy je zjistit, jak se jednotlivé položky nebo skupiny položek podílely na bilanční sumě (v případě analýzy rozvahy) a jak položky nákladů a výnosů ovlivňují výsledek hospodaření (v případě analýzy výkazu zisků a ztrát). Díky tomu, že je rozbor

prováděn relativně, je možné jej využít při srovnání s oborovým průměrem (Růčková, 2019, s. 104, 113).

**Horizontální analýza** spočívá v porovnání změn jednotlivých položek účetních výkazů v čase, přičemž se počítá absolutní i procentní výše změn. Cílem horizontální analýzy je zhodnotit stabilitu a vývoj jednotlivých položek účetních výkazů (Růčková, 2019, s. 118).

### **2.3.2 Analýza poměrových ukazatelů**

Poměrové ukazatele vyjadřují vztah mezi dvěma či více položkami účetních výkazů. Nejrozšířenější je členění poměrových ukazatelů do čtyř skupin – likvidita, zadluženost, rentabilita a aktivita.

#### **Analýza likvidity**

Likviditou se rozumí schopnost podniku uhradit včas své závazky. Hodnocení likvidity je však rozdílné pro různé skupiny uživatelů analýzy. Management společnosti a externí subjekty budou preferovat spíše vyšší likviditu, neboť pro management by nedostatek likvidity mohl znamenat nevyužití příležitostí či ztrátu kontroly nad podnikem, a pro externí subjekty (především věřitele) bude nedostatek likvidity znamenat riziko nesplacení závazků. Vyšší likvidita je však nepříznivým jevem pro vlastníky společnosti, a to z důvodu vázanosti finančních prostředků, které nepřinášejí žádný nebo jen minimální výnos a snižují tak rentabilitu společnosti (Růčková, 2019, s. 57-58). V praxi se nejčastěji rozlišují tři základní ukazatele, a to běžná, pohotová a okamžitá likvidita.

#### **Analýza zadluženosti**

Ukazatele zadluženosti slouží jako indikátory výše rizika, který vyplývá ze struktury vlastního a cizího kapitálu. Čím vyšší zadluženosti podnik dosahuje, tím vyšší riziko podstupuje, neboť musí být schopen splácet své závazky bez ohledu na jeho současnou finanční situaci. Na druhou stranu je určitá výše zadlužení pro podnik výhodná, neboť cizí kapitál je levnější než vlastní, což je dáno daňovou účinností úroků, a naopak daňovou neúčinností dividend či podílů na zisku. Dalším důvodem je skutečnost, že nároky věřitele jsou uspokojovány před nároky vlastníka, tudíž vlastník podstupuje vyšší riziko, za což požaduje vyšší výnos (Knápková a kol., 2013, s. 84-85).

## Analýza rentability

Ukazatelé rentability jsou měřítkem schopnosti podniku dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu, tedy jeho schopnosti vytvářet nové zdroje. Jedná se o ukazatele, které nejvíce zajímají vlastníky a potenciální investory, a jenž by měly být v čase, za předpokladu růstu ekonomiky, rostoucí (Růčková, 2019, s. 60-61).

### 2.3.3 Rychlý test

K podpoření závěru finanční analýzy bude zpracován tzv. rychlý test podle rakouského ekonoma Petra Kralicka. Jedná se o bodovací systém, v jehož rámci jsou přiřazovány známky čtyřem ukazatelům, které Kralicek považoval za nejdůležitější k vyhodnocení finančního zdraví podniku. Ukazatele jsou zvoleny rovnoměrně pro zhodnocení finanční stability a výnosnosti (Mařík a kol., 2018, s. 131-132).

Známky jsou uděleny stupnici od 1 do 5 na základě bodovací tabulky uvedené níže. Výsledná známka je pak vypočítána jako průměr známek za dané ukazatele.

Tab. 1: Kralický rychlý test (zdroj: vlastní zpracování dle Mařík a kol., 2018, s. 131)

Ukazatel	Stupnice hodnocení				
	Velmi dobrý 1	Dobrý 2	Střední 3	Špatný 4	Hrozba insolvence 5
Podíl VK na celkovém kapitálu	>30 %	>20 %	>10 %	<10 %	záporný
Doba splácení dluhu	<3 roky	<5 let	<12 let	>12 let	>30 let
Ukazatele finanční stability					
Rentabilita celkového kapitálu	>15 %	>12 %	>8 %	<8 %	záporný
Podíl provoz. cash-flow k tržbám	>10 %	>8 %	>5 %	<5 %	záporný
Ukazatele výnosnosti					

## 2.4 Provozně nutný majetek a korigovaný výsledek hospodaření

Ocenění podniku je založeno na předpokladu, že podnik potřebuje pro svou základní podnikatelskou činnost určitou velikost a strukturu aktiv zvýšenou o kapacitní rezervy. Jedná se o provozně nutná aktiva. Důvodem vyčlenění provozně nepotřebných aktiv je především fakt, že podnik může disponovat takovými aktivy, které nevyužívá a neplynou z něj žádné, popř. velmi malé příjmy a zahrnutí tohoto majetku do ocenění by vedlo k chybnému výsledku. Nejčastěji jsou provozně nepotřebnými aktivy krátkodobý finanční majetek za účelem uložení peněz, peněžní prostředky nad výši provozně nutnou,

dlouhodobý finanční majetek za účelem uložení peněz, nemovitosti nesloužící k hlavní činnosti podniku, nadbytečné zásoby apod. (Mařík a kol., 2018, s. 143-145).

V souvislosti s vyčleněním nepotřebných aktiv by měly být z nákladů a výnosů vyřazeny náklady a výnosy vztahující se k těmto provozně nenutným aktivům. Nejčastěji jsou z provozního výsledku hospodaření vyloučeny tržby a zůstatková cena prodaného majetku a materiálu, odpisy majetku, který neslouží k hlavní činnosti podniku a výnosy a náklady mající mimořádný charakter. Naopak mohou být k provoznímu výsledku hospodaření přičteny výnosy a náklady související s finančním majetkem, který je součástí provozně nutných aktiv podniku (Mařík a kol., 2018, s. 146-147).

Takto upravený výsledek hospodaření je nazýván korigovaným provozním výsledkem hospodaření (KPVH). Jedná se tedy o výsledek hospodaření generovaný provozně nutným investovaným kapitálem (Mařík a kol., 2018, s. 147).

## **2.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty**

*„Generátory hodnoty se rozumí soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku.“* (Mařík a kol., 2018, s. 149).

Generátory hodnoty se vyvozují v návaznosti na přístup k ocenění podniku. V této práci bude podnik oceněn metodou diskontovaných peněžních toků, pro kterou bude pracováno s těmito generátory hodnoty:

1. tržby a jejich růst,
2. marže provozního zisku (KPVH),
3. investice do pracovního kapitálu,
4. investice do dlouhodobého provozně nutného kapitálu,
5. diskontní míra,
6. způsob financování,
7. doba, po kterou lze předpokládat generování pozitivního peněžního roku, tj. doba existence podniku (Mařík a kol., 2018, s. 149).

V dalších podkapitolách budou rozebrány první čtyři generátory hodnoty, tj. tržby, zisková marže, investice do pracovního kapitálu a investice do dlouhodobého majetku.

### 2.5.1 Tržby

Prognóza budoucích tržeb by měla být vyvozena z analýzy a prognózy relevantního trhu a vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku, jenž jsou součástí strategické analýzy. Vzorec pro určení tempa růstu tržeb podniku je následující (Mařík a kol., 2018, s. 113):

$$\text{Tempo růstu tržeb podniku v roce } t = \left( \frac{\text{Velikost trhu}_t}{\text{Velikost trhu}_{t-1}} \cdot \frac{\text{Tržní podíl}_t}{\text{Tržní podíl}_{t-1}} \right) - 1$$

Zároveň by měla být provedena analýza dosavadního růstu tržeb, zjištěn průměrný růst za předchozí roky a provedena časová extrapolace tohoto růstu. Tempo růstu z analýzy minulých let je vhodné porovnat s dosavadním růstem a jeho extrapolací a testovat jeho reálnost (Mařík a kol., 2018, s. 113).

Výsledky strategické analýzy však nemusí být definitivní. Prognóza růstu tržeb může být například korigována kapacitními možnostmi podniku (Mařík a kol., 2018, s. 150).

### 2.5.2 Provozní zisková marže

Provozní zisková marže je dána následujícím poměrem (Mařík a kol., 2018, s. 151):

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{\text{Korigovaný provozní výsledek hospodaření}}{\text{Tržby}}$$

Mařík doporučuje zpracovat dvě na sobě nezávislé prognózy ziskové marže a postupně obě tyto prognózy mezi sebou sladovat.

#### a. Prognóza ziskové marže shora

Prognóza ziskové marže shora vychází z minulého vývoje ziskové marže a analýzy faktorů, které na ni působily, především týkající se konkurenční pozice podniku. Na základě této analýzy se odhadne, jak budou tyto faktory působit do budoucnosti a provede se odhad ziskové marže. Faktory, které doporučuje Mařík zohlednit jsou např. počet a struktura odběratelů, dodavatelů a konkurentů, růst trhu, stabilita poptávky, velikost tržních bariér, možnosti substituce apod. (Mařík a kol., 2018, s. 151-154).

## **b. Prognóza ziskové marže zdola**

Zisková marže zdola je prognózována z hlediska nákladových položek, kdy je nejprve sestavena prognóza hlavních provozních nákladů (náklady na prodané zboží, výkonová spotřeba, osobní náklady) např. ve formě podílu z tržeb. Prognóza je dále doplněna o ostatní méně významné náklady a výnosy, z čehož je dopočítán KPVH. Posledním krokem je pak dopočítání ziskové marže (Mařík a kol., 2018, s. 153).

### **2.5.3 Čistý pracovní kapitál**

Čistý pracovní kapitál je vyjádřením rozdílu oběžných aktiv a krátkodobého cizího kapitálu, avšak se zahrnutím dvou modifikací:

1. Od oběžných aktiv není odečítán celý krátkodobý cizí kapitál, ale jen ta část, která není explicitně úročena.
2. Započítání pouze těch položek čistého pracovního kapitálu, které jsou v provozně nutném rozsahu (Mařík a kol., 2018, s. 157).

Cílem analýzy a prognózy čistého pracovního kapitálu je zjistit náročnost růstu výkonů podniku na čistý pracovní kapitál. Provozně nutné peněžní prostředky lze odvodit od žádoucí výše okamžité likvidity, při analýze a plánování pohledávek, zásob a závazků lze postupovat následujícím způsobem:

1. Analýza náročnosti výkonů na jednotlivé složky čistého pracovního kapitálu v minulosti. K tomu lze využít jakýkoliv ukazatel, který poměruje tržby a sledovanou rozvahovou položku (ideální je využití ukazatele doby obratu).
2. Zjištění hlavních faktorů, které ovlivňovaly náročnost tržeb na jednotlivé položky čistého pracovního kapitálu.
3. V závislosti na předchozím kroku odhadnout vývoj náročnosti tržeb na položky čistého pracovního kapitálu v budoucích letech (Mařík a kol., 2018, s. 158-160).

Z vypočítaných ukazatelů náročnosti pak lze snadno dopočítat absolutní hodnoty položek čistého pracovního kapitálu, potřebný pro výpočet náročnosti růstu tržeb na čistý pracovní kapitál, ideálně celkem za minulost a celkem za budoucí roky (Mařík a kol., 2018, s. 161).



## 2.5.4 Investice do dlouhodobého majetku

Pro vypracování prognózy dlouhodobého majetku je třeba analyzovat investiční náročnost podniku, k čemuž existují tři základní přístupy:

### 1. Globální přístup

Globální přístup vychází z analýzy využití provozně nutného dlouhodobého majetku ve vztahu k tržbám. Mařík doporučuje z důvodu srovnatelnosti s jinými podniky při výpočtu použít investice brutto, tj. skutečné investiční výdaje do provozně nutného dlouhodobého majetku, jak je uvedeno v následujícím vzorci koeficientu náročnosti tržeb na investice brutto ( $K_{DMb}$ ) (Mařík a kol., 2018, s. 162):

$$K_{DMb} = \frac{\text{Investice brutto do provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\text{Tržby}}$$

V úvahu při výpočtu koeficientu přichází také prostý podíl dlouhodobého majetku na tržbách nebo lze v některých případech aplikovat koeficient náročnosti tržeb na investice netto ( $K_{DMn}$ ) (Mařík a kol., 2018, s. 162):

$$K_{DMb} = \frac{\Delta \text{provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\Delta \text{tržeb}}$$

### 2. Přístup podle hlavních položek

Přístup podle hlavních položek vychází z konkrétních podnikových plánů, které však pro oceňovatele mohou být hlavním zdrojem, pokud jsou podloženy analýzou efektivnosti a opírají se o reálné výsledky výkonů podniku. Postup je použitelný zpravidla pro nejbližší roky a je vhodné jej při ocenění srovnat s přístupem globálním (Mařík a kol., 2018, s. 163).

### 3. Přístup založený na odpisech

Tento přístup určuje relaci investic k odpisům. Je zde vycházeno z předpokladu, že investice pod úrovní odpisů vyjádřené ve starších historických cenách budou jen sotva stačit k přežití či dokonce růstu podniku. Přístup je vhodné kombinovat s předchozími dvěma (Mařík a kol., 2018, s. 163).

## 2.6 Sestavení finančního plánu

Finanční plán pro ocenění vychází z již dříve prognózovaných generátorů hodnoty, které budou zásadním způsobem ovlivňovat hodnotu podniku. Jedná se o následující:

1. tržby z prodeje hlavních produktů podniku,
2. zisková marže a z ní zjištěný provozní výsledek hospodaření,
3. položky pracovního kapitálu,
4. investice do dlouhodobého majetku (Mařík a kol., 2018, s. 176).

Pro sestavení kompletního plánu výnosů a nákladů, plánované rozvahy a plánu peněžních toků, bude třeba výše uvedené doplnit o:

1. plán financování, který je nezbytný pro ověření reálnosti prognózy generátorů hodnoty (tj. předpokládané splátky úvěrů, přijímání nových úvěrů, popř. navýšení vlastního kapitálu),
2. plánované hodnoty méně významných položek výkazu zisku a ztráty a rozvahy, které by na výsledné ocenění neměly mít významný vliv, a u nichž je možno použít jednodušší způsoby jejich prognózy,
3. položky nesouvisející s hlavním provozem podniku,
4. předpokládané výplaty dividend nebo podílů na zisku, aby peněžní prostředky v rozvaze neúměrně nenarůstaly (Mařík a kol., 2018, s. 176-177).

## 2.7 Ocenění na základě analýzy výnosů

*„Tato skupina metod vychází z důsledného využití poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U hospodářských statků, ke kterým patří i podnik, jsou tímto užitekem očekávané výnosy.“* (Mařík a kol., 2018, s. 191).

Za výnosy je teoreticky nejsprávnější považovat peněžní příjmy plynoucí z podniku jeho držiteli. Pro základ lze však použít i jinak chápané výnosy, podle čehož jsou v předchozí kapitole vymezeny základní výnosové metody (Mařík a kol., 2018, s. 191).

### 2.7.1 Metoda diskontovaného cash flow

Metoda diskontovaných peněžních toků je v literatuře považována za základní, neboť peněžní toky jsou reálným příjmem, a tedy reálným vyjádřením užítku statku. Z hlediska techniky propočtu vyskytuje ve třech základních variantách, jejich smyslem je zjistit výnosové ocenění vlastního kapitálu, přičemž každá z nich k výsledku dospěje jiným způsobem. V této práci bude podnik oceněn variantou „DCF entity“, jejíž výpočet spočívá ve dvou krocích. Nejprve je získána hodnota podniku jako celku z diskontovaných peněžních toků, které jsou k dispozici pro vlastníky i věřitele a ve druhém kroku je odečtena hodnota cizího kapitálu k datu ocenění, čímž je získána hodnota vlastního kapitálu (Mařík a kol., 2018, s. 193).

#### Volný peněžní tok

Pro potřeby ocenění metodou DCF je třeba zjistit, kolik peněz je možné z podniku odčerpat, aniž by byl narušen jeho předpokládaný vývoj, tj. spočítat volný peněžní tok, jehož výpočet je součástí následujícího schématu (Mařík a kol., 2018, s. 198-199):

Tab. 2: Schéma výpočtu FCF (zdroj: Mařík a kol., 2018, s. 199)

1.	+	Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH <sub>D</sub> )
2.	–	Upravená daň z příjmů (KPVH <sub>D</sub> * daňová sazba)
3.	=	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
4.	+	Odpisy
5.	+	Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
6.	=	Předběžný peněžní tok z provozu
7.	–	Investice do upraveného čistého pracovního kapitálu provozně nutného
8.	–	Investice do pořízení dlouhodobého majetku provozně nutného
9.	=	<b>Volný peněžní tok (FCF)</b>

U metody DCF entity se volným peněžním tokem rozumí peněžní prostředky, které jsou k dispozici jak vlastníkům ve formě výplat podílů na zisku či dividend, tak věřitelům v podobě splátek úvěrů a úroků. Proto se u této metody používá označení FCFF (*free cash flow to firm*) nebo peněžní toky pro vlastníky a věřitele (Mařík a kol., 2018, s. 199).

Ve výše uvedeném schématu jsou investicemi myšleny jako investice brutto, tj. veškeré investiční výdaje bez ohledu na to, zda se jedná o investice, které mají zajistit obnovu majetku nebo investice rozšiřovací. Investice nad úroveň odpisů jsou označovány jako investice netto. Jejich vztah lze tedy znázornit takto (Mařík a kol., 2018, s. 203):

$$Investice\ brutto = Odpisy + Investice\ netto$$

Investice potřebné pro výpočet FCF lze nejlépe zjistit z velikosti provozně nutného investovaného kapitálu v jednotlivých letech, k čemuž poslouží tyto vztahy:

$$I_{netto\ t} = K_t - K_{t-1}$$

$$I_{brutto\ t} = K_t - K_{t-1} + O_t$$

kde:  $I_{netto}$ ,  $I_{brutto}$  investice do provozně nutného investovaného kapitálu v roce  $t$   
 $K_t$  provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku  $t$   
 $O_t$  odpisy v roce  $t$

### Technika propočtu hodnoty podniku

Výpočet metodou DCF zpravidla probíhá ve dvou krocích:

1. **Určení celkové hodnoty podniku.** Jedná se o výnosovou hodnotu investovaného kapitálu získanou diskontováním peněžních toků z hlavního provozu podniku.
2. **Výpočet výnosové hodnoty vlastního kapitálu.** Celková hodnota podniku je poté snížena o hodnotu úročených dluhů a navýšena o hodnotu neprovozních aktiv k datu ocenění (Mařík a kol., 2018, s. 206).

V praxi se však většinou předpokládá nekonečné trvání podniku, pro které je zpravidla nemožné plánovat peněžní toky pro jednotlivé roky. Tento problém je nejčastěji řešen dvoufázovou metodou (Mařík a kol., 2018, s. 207).

### Dvoufázová metoda

Tato metoda vychází z představy, že lze budoucnost podniku rozdělit na dvě fáze. První fází je počet let, na které je oceňovatel schopen sestavit prognózu volného peněžního toku. Druhá fáze pak představuje období od konce první fáze do nekonečna. Hodnota podniku za období druhé fáze se nazývá pokračující hodnotou. Vzorec pro výpočet hodnoty podniku podle dvoufázové metody je následující (Mařík a kol., 2018, s. 207):

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{PH}{(1 + i_k)^T}$$

kde: T      délka první fáze v letech  
 PH      pokračující hodnota  
 $i_k$       kalkulovaná úrok. míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu

Délka fáze prognózy závisí na konkrétní situaci a rozhodnutí oceňovatele, Mařík však doporučuje, pokud to bude možné, přihlédnout při rozhodování k:

- období, po které se předpokládá, že je podnik schopen tvořit novou hodnotu,
- životnímu cyklu podniku,
- období, ve kterém by podnik mohl dosáhnout stability,
- míře stability odvětví a oboru, jehož je podnik součástí,
- fázi konjunkturního cyklu, ve kterém se ekonomika nachází,
- délce období, pro které podnik sestavuje své plány (Mařík a kol., 2018, s. 211).

Pro výpočet pokračující hodnoty s diskontovanými peněžními příjmy jsou v praxi typická dvě řešení – použití Gordonova vzorce a Parametrického vzorce.

#### a. Gordonův vzorec

Gordonův vzorec předpokládá pro druhou fázi stabilní a trvalý růst volného peněžního toku. Pokračující hodnota pak představuje současnou hodnotu této nekonečné rostoucí časové řady peněžních toků. Gordonův vzorec při podmínce platnosti  $i_k > g$  má následující podobu (Mařík a kol., 2018, s. 212-213):

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

kde: T      poslední rok prognózovaného období  
 $i_k$       kalkulovaná úrok. míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu  
 g      předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během druhé fáze  
 FCFF      volný peněžní tok do firmy

#### b. Parametrický vzorec

Doporučenou možností, jak spočítat pokračující hodnotu, je použít vzorec, který pracuje se dvěma základními generátory hodnoty, jimiž jsou (Mařík a kol., 2018, s. 215):

1. tempo růstu korigovaných provozních výsledků hospodaření snížených o upravené daně (KPVH),
2. očekávaná rentabilita nových investic ( $r_I$ )

Rentabilita investic je odvozena v návaznosti na rentabilitu investovaného kapitálu ( $r_K$ ):

$$r_K = \frac{KPVH_t}{K_{t-1}}$$

kde:  $KPVH_t$  korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních  
 $K_{t-1}$  provozně nutný investovaný kapitál k počátku roku t

A je-li známa rentabilita investovaného kapitálu, lze pomocí následujícího vztahu vyvodit výši čistých investic v roce t:

$$Investice\ netto = K_t - K_{t-1}$$

Rentabilita čistých investic je pak dána vzorcem ( $r_I$ ):

$$r_I = \frac{\text{Přírůstek provozního VH po daních}}{\text{Přírůstek investovaného kapitálu v předchozím roce}} = \frac{KPVH_t - KPVH_{t-1}}{K_{t-1} - K_{t-2}}$$

Model pro pokračující hodnotu má pak následující podobu:

$$Pokračující\ hodnota = \frac{KPVH_{T+1} \cdot (1 - \frac{g}{r_I})}{i_K - g}$$

kde:  $KPVH_{T+1}$  korigovaný provozní VH po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy (Mařík a kol., 2018, s. 216)

## 2.8 Náklady kapitálu

Náklady kapitálu je nutno vnímat jako míru výnosnosti požadovanou investory. Z hlediska tvorby hodnoty pak musí platit, že majetek, k jehož financování je kapitál využit, přináší alespoň takový výnos, který odpovídá nákladům kapitálu (Čížinská, 2018, s. 146-147).

Náklady kapitálu jsou vyjádřeny diskontní mírou, která v sobě zahrnuje faktor času a faktor rizika. Při ocenění podniku metodou DCF entity je nutné stanovit diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC):

$$WACC = n_{CK} \cdot (1-d) \cdot \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} \cdot \frac{VK}{K}$$

kde:  $n_{CK}$  náklady na cizí kapitál  
 $d$  sazba daně z příjmů platná pro oceňovaný podnik  
 $CK$  tržní hodnota cizího kapitálu  
 $N_{VK(Z)}$  náklady na vlastní kapitál při dané úrovni zadlužení podniku  
 $VK$  tržní hodnota vlastního kapitálu  
 $K$  celková tržní hodnota investovaného kapitálu (Mařík a kol., 2018, s. 243).

### 2.8.1 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál představují úroky a poplatky, které musí podnik platit svým věřitelům za půjčení kapitálu. Vzhledem k tomu, že jsou tyto náklady daňově uznatelným nákladem, platí podnik díky zapojení cizího kapitálu do financování nižší odvody na dani z příjmů. Proto jsou náklady na cizí kapitál sníženy o úrokový daňový štít (Čížinská, 2018, s. 147-148).

### 2.8.2 Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál jsou určeny výnosovým očekáváním investorů. Pro ocenění podniku na bázi objektivizované hodnoty vycházejí náklady vlastního kapitálu z modelu oceňování kapitálových aktiv – CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), který je i přes své nedostatky v praxi nejpoužívanějším modelem pro stanovení nákladů vlastního kapitálu (Mařík a kol., 2018, s. 253-254).

CAPM model vychází z dat kapitálového trhu. Model je založen na principu odvození střední očekávané výnosnosti cenného papíru od očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné prémie za riziko na kapitálovém trhu. Pro výnosnost cenného papíru A podle tohoto vztahu platí:

$$E(R_A) = r_f + [E(R_m) - r_f] \cdot \beta_A$$

kde:  $E(R_A)$  střední očekávaná výnosnost cenného papíru A  
 $R_f$  bezriziková výnosnost  
 $A(R_m)$  střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu (tzv. tržního portfolia)  
 $\beta_A$  koeficient beta cenného papíru A

Faktor beta je jediným parametrem vážícím se ke konkrétnímu podniku. Vyjadřuje úroveň rizika jednoho cenného papíru relativně k celkovému riziku kapitálového trhu. Při výpočtu je počítáno s předpokladem diverzifikace rizika prostřednictvím portfolia cenných papírů, z čehož plyne že koeficient beta a výsledná prémie za riziko se týká pouze rizika systematického (Mařík a kol., 2018, s. 253-254).

Následující vzorec vyjadřuje výpočet beta koeficientu pro zadlužený podnik, upravený o vliv výše zadlužení:

$$\beta_Z = \beta_N \cdot (1 + (1-d) \cdot \frac{CK}{K})$$

kde:  $\beta_Z$       beta vlastního kapitálu u zadluženého podniku

$\beta_N$       beta vlastního kapitálu při nulovém zadlužení (Mařík a kol., 2018, s. 263).

Bezriziková výnosnost jako taková neexistuje, v praxi se za bezrizikovou výnosnost považují velmi málo rizikové státní dluhopisy. Odborníci se přiklánějí k využití výnosu do doby splatnosti státních dluhopisů minimálně deset nebo lépe dvacet až třicet let. Riziková prémie se v praxi nejčastěji počítá na základě minulých dat z kapitálového trhu USA, vzhledem k jeho dlouhodobosti a rozvinutosti, a data se pak vhodně přizpůsobují podmínkám národního trhu. Postup využitý při výpočtu nákladů na vlastní kapitál v této práci pochází od prof. Damodarana a rovnice pro výpočet nákladů na vlastní kapitál má tento tvar:

$$N_{VK(\check{C}R)} = r_{f(USA)} + \beta \cdot RPT_{(USA)} + RPZ_{(\check{C}R)}$$

kde:  $N_{VK(\check{C}R)}$       odhad nákladů vlastního kapitálu

$r_{f(USA)}$       aktuální výnosnost dlouhodobých vládních dluhopisů USA

$\beta$       odvětvový beta koeficient obvykle přenesený z amerického nebo jiného kapitálového trhu a upravené na zadlužení konkrétního podniku

$RPT_{(USA)}$       riziková prémie rozvinutého kapitálového trhu, obvykle USA

$RPZ_{(\check{C}R)}$       riziková prémie země pro ČR (Mařík a kol., 2018, s. 257-259).



### **2.8.3 Stanovení vah pro výpočet WACC**

Pro výpočet WACC je potřeba znát tržní hodnotu vlastního kapitálu. Pro výpočet této hodnoty je však nutné nejdříve spočítat náklady vlastního kapitálu. Jedním ze způsobů, jak tuto situaci řešit je použití tzv. iteračního postupu. Princip spočívá v odhadu hodnoty vlastního kapitálu a výpočtu WACC. Poté je dopočítána hodnota podniku pomocí DCF entity za použití vypočítaných WACC. Od této hodnoty je odečtena hodnota cizího kapitálu, čímž je získána hodnota vlastního kapitálu. Tato hodnota se použije jako základ pro nový výpočet WACC, který se poté opět použije pro výpočet hodnoty podniku. Tento postup je opakován tak dlouho, dokud není rozdíl mezi hodnotou vlastního kapitálu dosazenou do WACC a hodnotou vlastního kapitálu počítanou pomocí DCF entity minimální (Mařík a kol., 2018, s. 132).

### 3 STRATEGICKÁ ANALÝZA PODNIKU

Strategická analýza podniku bude provedena za účelem zhodnocení výnosového potenciálu společnosti. Analyzován bude vnější a vnitřní potenciál společnosti pomocí vybraných metod, jejichž závěry budou shrnuty do analýzy SWOT.

#### 3.1 Představení oceňovaného podniku

FRUJO, a. s. (dále jen „společnost“, „podnik“ nebo „FRUJO“) je renomovaným výrobcem polotovarů s téměř třicetiletou tradicí. Její výrobní činnost, zaměřena především na zpracování ovoce a zeleniny, nachází uplatnění především v mlékárenském průmyslu, ale také v dalších oblastech zpracovatelského průmyslu, jako je nápojový průmysl, výroba mražených krémů a zmrzlin, zpracování tuků a olejů, výroba lahůdek a pochutin, zpracování ryb nebo také průmysl cukrárenský či pekárenský.



Společnost sídlí již od svého vzniku v roce 1990 ve Tvrdonicích na Jižní Moravě, kde je strategicky umístěna mezi Prahou, Bratislavou a Vídní. Exportuje do více než 20 evropských zemí, avšak převážná část její výroby je realizována v České republice.

FRUJO je největší společností holdingu Polak International, a. s. sídlící v Praze. Tato mateřská společnost vznikla v roce 2015 za účelem vytváření optimálních podmínek pro rozvoj svých dceřiných společností, jejichž podnikatelská činnost je směřována především do potravinářského průmyslu. Polak International, a. s. je majoritním vlastníkem společnosti, přičemž jeho podíl tvoří 99,86 % a zbývající část je rozdělena mezi statutárního ředitele a člena správní rady společnosti.

Velikostně je podle zákona o účetnictví FRUJO střední účetní jednotkou. Základní kapitál společnosti ve výši 36 500 tis. Kč je tvořen 364 ks akcií na jméno ve jmenovité hodnotě 100 tis. Kč a 10 ks akcií na jméno ve jmenovité hodnotě 10 tis. Kč. FRUJO plně vlastní společnost TVRDO leasingová společnost, spol. s r. o., sídlící rovněž ve Tvrdonicích. Tato dceřiná společnost vznikla v roce 1997 a její základní kapitál činí 9 000 tis. Kč.

Společnost se pyšní značnou šíří i hloubkou svého vyráběného sortimentu. Její produkty lze rozdělit do šesti hlavních skupin, z nichž každá skupina výrobků obsahuje rozmanitý výběr příchutí:

- ovocné komponenty – pasty, koncentráty, náplně, polotovary z ovocných kousků, ovocné pyré vhodné do mléčných výrobků, mražených krémů a zmrzlin, pekařských a cukrářských výrobků,
- zeleninové komponenty – pro přípravu dressingů, zálivek, ochucených pomazánkových másel, sýrů a tvarohů,
- emulze, báze, koncentráty – jednoduše aplikovatelné polotovary s úsporným dávkováním k výrobě limonád, sirupů, ochucených piv a dalších,
- neovocné komponenty – pasty, koncentráty, náplně – obdobné jako ovocné komponenty, avšak s neovocnou příchutí, z nichž nejvíce oblíbená je u zákazníků vanilka, čokoláda, káva a karamel,
- práškové směsi – slané směsi pro ochucení chipsů, dezertů nebo směsi sladké pro ochucení mléčné rýže, krupice, pudinků a dalších,
- BIO produkty – výrobky obsahující přírodní barvivo, přírodní aroma nebo aroma bez E-kódů, popř. výrobky se sníženým počtem látek s E-kódem.

FRUJO je v povědomí svých zákazníků zakořeněno svými obchodními značkami „Kolča“ (kolová limonáda) a „toje“ (zmrzlinové směsi, toppingy, sirupy pro ledové tříště, pekařské a cukrářské náplně). Nejnovější obchodní značkou společnosti je „Fruit in the bottle“, pod níž společnost vyrábí přírodní sirupy na bázi ovoce a třtinového cukru bez konzervantů a „éčkových“ ingrediencí.

## **Výroba**

FRUJO zpracovává potravinářské směsi pomocí aseptické technologie vyráběné z mražených, nebo sterilovaných ovocných, neovocných či zeleninových surovin. Použité suroviny jsou již technologicky předpřipravené ve formě kousků, pyré a koncentrátů. Dále se k vylepšování chutě nebo funkce přidávají různé cereálie, koření, extrakty, cukry a jiná sladidla, sůl, zahušňovadla, přírodní barviva, barvicí rostlinné koncentráty a aromatické látky. Všechny tyto suroviny jsou navzájem kombinované do velkého množství jednodušších nebo různě složitých chuťových kombinací od tradičních, regionálních až po kontinentální, nebo etnické.

## **Certifikace**

Společnost je držitelem vícero certifikátů. Základem je certifikát IFS (International Food Standard), který potvrzuje bezpečnost a kvalitu produktů při zpracování potravin a umožňuje výrobcí dodávat produkty pod vlastní značkou. Dále je společnost držitelem certifikátu „bez GMO“, který dokládá, že výrobky společnosti jsou vyráběny bez geneticky modifikovaných organismů. FRUJO se pyšní také BIO certifikátem od společnosti KEZ pro 64 svých produktů. Certifikát dokazuje, že jsou tyto potraviny vytvořeny ekologickými postupy. Poslední certifikací týkající se potravin je certifikát UTZ, který ukazuje zákazníkům společnosti, že produkty – kakao, káva, čaj a ořechy byly získány udržitelným způsobem.

## **Ochrana životního prostředí**

Pozitivní ekologický přístup je pro FRUJO samozřejmostí. Přibližně 90 % své produkce dodává společnost v nerezových obalech, nezatěžující odpadové hospodářství. Prostřednictvím membránové čističky odpadních vod šetří spotřebu vody. Společnost se také soustředí na oblast energetiky. Střechy budov pokrývá fotovoltaická elektrárna, která vyprodukuje přibližně 20 % celkové spotřeby elektřiny. Dalších 50 % spotřeby elektřiny si společnost vyrábí v kogeneračních jednotkách s využitím odpadního tepla.

## **3.2 Strategická analýza podniku**

Prostřednictvím strategické analýzy bude hodnocen výnosový potenciál podniku, zaměřen na jeho vnější a vnitřní prostředí pomocí vybraných metod, jejichž závěry budou shrnuty do analýzy SWOT.

### **3.2.1 Analýza vnějšího potenciálu**

Vnější potenciál podniku představuje šance a rizika, která plynou z podnikatelského prostředí státu, ve kterém podnik sídlí a relevantního trhu, na kterém je jeho podnikatelská činnost realizována. V dalším textu bude nejprve analyzováno širší podnikatelské prostředí pomocí PESTE analýzy, poté bude rozbor zaměřen přímo na relevantní trh.

### **3.2.2 Vymezení relevantního trhu**

Relevantní trh společnosti FRUJO bude vymezen z hlediska produktů, které vyrábí, z hlediska zákazníků, kteří tyto produkty kupují a z hlediska velikosti území, na kterém společnost výrobky prodává.

#### **Z hlediska produktů**

FRUJO je zpracovatelskou společností podnikající v potravinářském průmyslu. Primárně lze její výrobu zařadit podle klasifikace ekonomických činností do skupiny CZ-NACE 10.3 Zpracování a konzervování ovoce a zeleniny.

#### **Z hlediska zákazníků**

Odvětvím, které má vliv na existenci společnosti, je odvětví, na kterém prodává své výrobky. Přibližně z 65 % svých výrobků dodává FRUJO mlékárnám, asi 25 % pekárnám a cukrárenským podnikům a zbylou část jejího odbytiště tvoří například průmysl nápojový, tukový či lahůdkářský. Většina produktů je tedy prodávána na tzv. BtoB trh. Velmi malá část výrobků směřuje i na trh konečné spotřeby (tzv. BtoC). Jedná se prodej sirupů značky Fruit in the Bottle přes e-shop.

#### **Z hlediska území**

Společnost nachází své zákazníky jak v České republice, tak v zahraničí. Přibližně 70 % prodeje je realizováno v České republice, zbylých 30 % je rozprostřeno v rámci více než

20 evropských zemí, z nichž nejvýznamnější jsou pro společnost Slovensko, Německo, Maďarsko a Polsko. Vzhledem k tomu, že žádná z výše uvedených zemí sama nemá na tržbách významný podíl, bude za relevantní trh považován trh České republiky, jenž má na budoucnost společnosti největší vliv.

Za relevantní trh společnosti bude považován klíčový mlékárenský průmysl zařazený do skupiny CZ-NACE 10.5 a druhý nejvýznamnější trh – pekárenský a cukrářský průmysl spadající do skupiny CZ-NACE 10.7. v České republice.

### **3.2.3 PESTE analýza**

Hospodářské prostředí České republiky bude rozebráno prostřednictvím analýzy PESTE, která se zaměřuje zvláště na politicko-legislativní, ekonomické, sociální, technologické a ekologické faktory.

#### **Politické a legislativní faktory**

Činnost podniku zabývající se výrobou potravin je v České republice upravena Zákonem č. 110/1997 Sb. o potravinách a tabákových výrobcích, ke kterému je vydáno velké množství prováděcích vyhlášek. Zpracování ovoce a zeleniny se v první řadě týká Vyhláška č. 157/2003 Sb., kterou se stanoví požadavky pro čerstvé ovoce a čerstvou zeleninu, zpracované ovoce a zpracovanou zeleninu, suché skořápkové plody, houby, brambory a výrobky z nich, jakož i další způsoby jejich označování.

Obor potravinářství je významně ovlivněn politikou Evropské Unie. Od 1. 1. 2006 platí v zemích Evropské Unie jednotná hygienická a potravinářská pravidla prostřednictvím Nařízení ES č. 582/2004 o hygieně potravin. Toto nařízení konkrétně zpracovává povinnosti provozovatelů potravinářských podniků a představuje minimální standard pro umístění, uspořádání a vybavení potravinářských podniků v oblasti přípravy, výroby, skladování, přepravy a dalších činností s potravinami. Pro kontrolu nezávadnosti potravin slouží systém HACCP (Hazard Analysis Critical Control Points), který musí mít zavedeny všechny podniky zabývající se výrobou potravin.

Důležitými právními předpisy pro obor, ve kterém se FRUJO pohybuje, jsou předpisy spojené s přídatnými látkami v potravinách. Jedná se o látky prodlužující trvanlivost potravin a látky, které zvýrazňují či dodávají potravinám chuť a barvu. Tuto oblast

upravuje Nařízení (ES) č. 1333/2008 o potravinářských přídatných látkách, jejichž specifikace jsou dále uvedeny v Nařízení komise (EU) č. 231/2012 a v databázi přídatných látek na stránkách Evropské komise.

V současné době je stále více potravin vyráběno v BIO kvalitě. Tyto potraviny musí splňovat přísná pravidla upravena v Nařízení Rady (ES) č. 834/2007 o ekologické produkci a označování ekologických výrobků. Ta zaručují vysoké standardy kvality v zemích EU i dovozu ze třetích zemí. Zahrnují celý proces výroby od samotného zemědělství, přes zpracování po certifikaci biopotravin. Od 1. ledna 2021 nabyde v platnost nové Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 848/2018 o ekologické produkci a označování bioproduktů, která by měla přinést zpřesnění a zjednodušení pro zemědělce i spotřebitele.

Koncem roku 2019 se ve světě objevil nový typ viru SARS-COV-2. V březnu 2020 se v České republice objevili první nakažení. Poté byla postupně přijímána opatření k zastavení šíření epidemie – zavření škol, omezení volného pohybu, omezení provozu restaurací a obchodů, uzavření státních hranic a další. Z průzkumu společnosti Behavio vyplývá, že většina občanů České republiky není s opatřeními vlády a obecně s jejich zvládnutím epidemie spokojeno (Behavio, 2020).

### Ekonomické faktory

Nejsledovanějším makroekonomickým ukazatelem je hrubý domácí produkt. V tabulce níže je vyčíslen HDP v běžných cenách a jeho růst ve stálých cenách roku 2015 za roky 2012-2019 podle dat Českého statistického úřadu. Predikce na rok 2020 a 2021 je převzata z dat Ministerstva financí ČR.

Tab. 3: HDP (zdroj: vlastní zpracování dle dat Českého statistického úřadu a Ministerstva financí ČR)

Minulý vývoj								
Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
HDP b. c. (mld. Kč)	4 089	4 143	4 346	4 625	4 797	5 111	5 409	5 749
Růst HDP s. c. (r/r, v %)	-0,8	-0,1	2,3	5,4	2,5	5,2	3,2	2,3
Predikce								
Rok	2020	2021						
HDP b. c. (mld. Kč)	5 561	5 860						
Růst HDP s. c. (r/r, v %)	-6,6	3,9						

Podle Ministerstva financí ČR se ekonomika v roce 2012 a 2013 nacházela v mělké recesi, v roce 2014 došlo k jejímu oživení. V dalších letech ekonomika rostla, v roce 2018 se hospodářský cyklus již dostal za svůj vrchol. V roce 2019 byl HDP tažen především

domácí poptávkou, a to díky dynamickému růstu objemu mezd a sociálních dávek při velmi nízké míře nezaměstnanosti, i drobnému poklesu úspor. Také investice domácností se výrazně zvýšily, přičemž se investovalo především do bydlení (MFČR, 2019).

Rok 2020 je silně ovlivněn pandemií SARS-COV-2. Přijatá protiepidemická opatření způsobily hluboký pokles světové ekonomiky. Hospodářská politika České republiky přijala mnohé fiskální a monetární stimuly za účelem zamezení dopadů na dlouhodobý ekonomický růst. Vývoj ve 2. čtvrtletí 2020 znamenal pro Českou republiku největší hospodářský propad za celou její historii. Reálný HDP poklesnul meziročně o 11 %, přičemž nejvýznamnějším faktorem propadu byl příspěvek zahraničního obchodu. Ještě větší propad zaznamenala Evropská Unie jako celek, kdy hospodářský růst poklesnul o 14,7 % (MFČR, 2020).

Pro rok 2020 počítá Ministerstvo financí ČR s propadem ekonomického výkonu o 6,6 %. K hlubokému poklesu by mělo dojít ve všech složkách HDP s výjimkou spotřeby sektoru vládních institucí. Ve druhé polovině roku 2020 odhaduje oživení, které by v roce 2021 mohlo zapříčinit růst HDP o 3,9 %. V současné době je však obtížné budoucí vývoj ekonomiky prognózovat (MFČR, 2020).

Jak se vyvíjela míra inflace spotřebitelských cen, ukazuje následující tabulka. Minulý vývoj je převzat z dat Českého statistického úřadu, prognóza pro roky 2020 a 2021 pochází z makroekonomické predikce Ministerstva financí ČR ze září 2020.

Tab. 4: Průměrná míra inflace (zdroj: vlastní zpracování dle dat Českého statistického úřadu a Ministerstva financí ČR)

Minulý vývoj								
Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Prům. míra inflace (r/r, v %)	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8
Predikce								
Rok	2020	2021						
Prům. míra inflace (r/r, v %)	3,2	1,9						

V listopadu 2019 se poprvé od roku 2012 meziroční růst spotřebitelských cen vyšplhal nad horní hranici dvouprocentního tolerančního pásma inflačního cíle České národní banky. K tomuto nejvíce přispěly efekty kladné produkční mezery, zvyšování nákladů práce a růst cen potravin (MFČR, 2020).



Růst spotřebitelských cen je v současné době způsoben především zdražením potravin zejména v důsledku zdražení dopravy a nedostatku sezónních zaměstnanců v zemědělství v Evropě. Růst byl však výrazně tlumen propadem cen pohonných hmot (ČNB, 2020).

Na přelomu roku 2020 a 2021 se očekává snížení inflace spotřebitelských cen pod dvouprocentní hranici inflačního cíle ČNB, k čemuž přispěje snížení spotřebitelské poptávky z důvodu dopadů druhé vlny epidemiologické krize (ČNB, 2020).

S vývojem ekonomického výkonu souvisí také míra nezaměstnanosti. Oživování ekonomiky v roce 2014 způsobilo postupné snižování míry nezaměstnanosti. Od začátku roku 2016 dosahovala míra nezaměstnanosti nejnížší úrovně v celé Evropské Unii. To se projevilo v rychlém růstu mezd a jednotkových nákladů práce. Nedostatek zaměstnanců se však stal bariérou pro další růst produkce. Nejnížší míry nezaměstnanosti bylo dosaženo v polovině roku 2019, avšak s očekávaným uzavíráním produkční mezery byl dále predikován její růst (MFČR, 2020).

V důsledku současné recese je predikován růst míry nezaměstnanosti, avšak až s určitým zpožděním v roce 2021, a to díky vládním opatřením, z nichž nejvýznamnější je program Antivirus, v jehož rámci jsou zaměstnavatelům poskytovány příspěvky na úhradu mezd.

Minulý vývoj průměrné míry nezaměstnanosti i predikce pro roky 2020 a 2021 jsou součástí následující tabulky.

Tab. 5: Průměrná míra nezaměstnanosti (zdroj: vlastní zpracování dle Českého statistického úřadu a Ministerstva financí ČR)

Minulý vývoj								
Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Prům. míra nezaměstnanosti (v %)	7,0	7,0	6,1	5,0	4,0	2,9	2,2	2,0
Predikce								
Rok	2020	2021						
Prům. míra nezaměstnanosti (v %)	2,6	3,4						

Vzhledem k tomu, že společnost FRUJO přibližně polovinu své produkce dováží ze zahraničí a část své produkce do zahraničí vyváží, přičemž převážná část těchto obchodů je uskutečněna v eurech, je její výkon ovlivněn také vývojem kurzu české koruny vůči euru. V následující tabulce je zachycen minulý vývoj průměrného kurzu CZK/EUR podle dat Českého statistického úřadu a prognóza budoucího vývoje kurzu pro roky 2020 a 2021 Ministerstvem financí ČR.

Tab. 6: Vývoj průměrného kurzu CZK/EUR (zdroj: vlastní zpracování dle dat Českého statistického úřadu a Ministerstva financí ČR)

Minulý vývoj								
Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Prům. kurz CZK/EUR	25,1	26,0	27,5	27,3	27,0	26,3	25,6	25,7
Predikce								
Rok	2020	2021						
Prům. kurz CZK/EUR	26,3	25,8						

Průměrný kurz české koruny vůči euru po přijetí kurzového závazku ČNB na hladině 27 CZK/EUR v listopadu 2013 oslabil. Intervence na oslabení kurzu za účelem povzbuzení ekonomiky prováděla ČNB až do dubna 2017, poté začal kurz opět posilovat.

V důsledku epidemiologické krize kurz české koruny vůči euru výrazně oslabil až na 27,6 CZK/EUR. Po zvládnutí první vlny epidemie reagovala koruna na postupné otevírání české a evropské ekonomiky posílením vůči euru na 26,6 CZK/EUR. V důsledku druhé vlny epidemiologické krize došlo opět k oslabení koruny vůči euru až na hodnotu 27,2 CZK/EUR (ČNB, 2020). V roce 2021 by česká koruna vůči euru měla podle Ministerstva financí pozvolně posilovat.

### Sociální faktory

Potravinářský průmysl se v posledních letech musí vyrovnávat se změnou některých spotřebitelských preferencí. Roste například zájem veřejnosti o původ, kvalitu a bezpečnost potravin. Zároveň se do popředí zájmu Čechů dostávají potraviny vyrobené v tuzemsku. Za tímto účelem byl Ministerstvem zemědělství ČR v roce 2010 zahájen projekt Regionální potravina, který zlepšil povědomí spotřebitelů o regionálních potravinách, když poukázal na jejich tradici a kvalitu.

Dalším současným trendem je zájem spotřebitelů o potraviny, které pozitivně působí na jejich zdraví. Jedná se o tzv. funkční stravu. V dnešní době narůstá počet těch, jenž jsou ochotni si za takovou stravu připlatit. Příkladem jsou jogurty s probiotickými kulturami nebo potraviny se zvýšeným obsahem vlákniny či minerálů.

Významným celosvětovým trendem je poptávka po biopotravinách. Na rostoucí zájem o tyto potraviny reagují zemědělci, výrobci i obchodní řetězce jejich zvýšenou výrobou a propagací. Spotřeba biopotravin v České republice v roce 2018 meziročně vzrostla o více než 30 %. Spotřeba na obyvatele tak vzrostla z 314 Kč na 416 Kč. Tomuto odpovídal také

celkový nárůst výrobců biopotravin o 11,3 %. Nejvíce se tento trend týká oborů zpracování ovoce a zeleniny a mlékařenského průmyslu (ČSÚ, 2020).

### **Technologické faktory**

Technologická a inovační úroveň potravinářského průmyslu byla zkoumána v rámci projektu Národního vzdělávacího fondu z roku 2015, z něhož vyplynulo, že technologická a inovační úroveň potravinářského odvětví dosahuje průměrné až mírně podprůměrné konkurenceschopnosti oproti srovnatelným evropským zemím, přičemž byla měřena zvlášť konkurenceschopnost ve výzkumu a vývoji a zvlášť v inovacích a vzdělávání. Konkurenceschopnost ve výzkumu a vývoji vykazovala podprůměrné výsledky. Posuzovalo se několik dílčích kritérií, jako jsou relativní komparativní výhody ve výzkumu a vývoji, výdaje na výzkum a vývoj k celkové produkci odvětví, výdaje na výzkum a vývoj k přidané hodnotě odvětví, podíl výzkumných pracovníků na všechny pracovníky v odvětví apod. Z 28 členských států EU se Česká republika umístila na 23. místě. Konkurenceschopnost měřena pomocí indikátoru konkurenceschopnosti v inovacích a vzdělávání, je v České republice mírně nadprůměrná. Vycházelo se například z relativní komparativní výhody v inovacích v odvětví, z podílu vysokoškoláků v odvětví, průměrné délky vzdělání osob zaměstnaných v odvětví apod. V této oblasti Česká republika obsadila 11. místo (NVF, 2015).

Jak si vede podnikatelský sektor v oblasti výzkumu a vývoje zaznamenává každoročně Český statistický úřad. Výdaje na V&V v potravinářském průmyslu tvoří pouze necelé jedno procento těchto výdajů v rámci celého zpracovatelského průmyslu ČR (ČSÚ, 2020).

Výdaje na výzkum a vývoj v potravinářském průmyslu soukromého sektoru se ve sledovaném období vyvíjely proměnlivě, za rok 2019 však vzrostly skoro o 30 %. Zvýšily se také výdaje, které jsou financovány z veřejných zdrojů ČR, které průměrně tvoří přibližně 10 % z celkových výdajů na V&V. V tomto roce lze pozorovat také nárůst průměrného přepočteného počtu pracovníků pracujících ve výzkumu a vývoji, jak udává následující tabulka (ČSÚ, 2020).

Tab. 7: Výzkum a vývoj v potravinářském průmyslu ČR (zdroj: vlastní zpracování dle dat Českého statistického úřadu)

Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Výdaje na V&V CZ-NACE 10 (mil. Kč)	303	319	229	253	240	301	245	316
z toho výdaje na V&V CZ-NACE 10 financ. z veřejných zdrojů ČR (mil. Kč)	34	22	23	22	21	20	28	31
Pracovníci V&V CZ-NACE 10	125	139	146	154	135	139	133	151

### Ekologické faktory

Postupem času je stále více kladen důraz na ochranu životního prostředí a ekologickou šetrnost. K tomuto existuje mnoho legislativních předpisů jak na úrovni Evropské Unie, tak na úrovni České republiky.

Potravinářství patří k oborům, ve kterém vzniká velké množství odpadů. Řešeny jsou otázky prevence vzniku odpadů, recyklace i odstraňování odpadů. V oblasti zpracování ovoce a zeleniny výrobci již pracují se surovinami očištěnými a dopředu zpracovanými, vyžadující jen minimum opracování a vzniká tedy jen malé množství odpadů. Tyto odpady jsou především rostlinného původu určené do kompostáren. Takové podniky však při prodeji musejí své výrobky zabalit, důraz tak musejí klást na upřednostňování obalů s menším dopadem na životní prostředí. Většina členů Potravinářské komory ČR je zavázána k recyklaci obalů v rámci smlouvy s autorizovanou obalovou společností EKO-KOM, která zapojeným podnikům vydává certifikáty (Potravinářská komora ČR, 2018).

V mnoha evropských zemích je požadována prokazatelnost, že potravinářské produkty nebyly vyrobeny z komponent, které obsahují geneticky modifikované organismy. Spolek pro komodity a krmiva v návaznosti na evropskou a tuzemskou legislativu proto vytvořil tzv. Standard bez GMO. Tento český dobrovolný standard určuje zásady a podmínky pro zajištění a ověření, že v jakékoliv fázi produkce potravin nebyly použity geneticky modifikované organismy (Spolek pro komodity a krmiva, 2020).

#### 3.2.4 Analýza odvětví

Odvětví, která budou analyzována, tvoří dva hlavní trhy, na který společnost dodává své výrobky. Jedná se o průmysl mlékárenský a pekařský a cukrářský na území České republiky, který byl v předchozím textu označen jako relevantní trh společnosti FRUJO, přičemž podrobněji bude analyzován trh mlékárenský, tvořící přibližně 65 % jejího odbytu.

## Analýza mlékárenského průmyslu

Mlékárenský průmysl je z hlediska velikosti tržeb třetí největší skupinou potravinářského průmyslu. Jeho podíl na tržbách činí přibližně 15 % (MZČR, 2019).

Podíl počtu podniků zabývajících se výrobou mléčných výrobků je však pouze 1,9 % z celkového počtu podniků v potravinářství, tj. 165 podniků, přičemž se jedná především o malé podniky do 49 zaměstnanců (MZČR, 2019). Největších 25 mlékáren v České republice však tvoří cca 85 % celkových tržeb v odvětví (Databáze Orbis, 2020).

V následující tabulce lze vidět, jak se v letech 2012-2019 měnil počet mlékáren a jejich zaměstnanců.

Tab. 8: Průměrný evidenční počet zaměstnanců, počet podniků CZ-NACE 10.5 (zdroj: vlastní zpracování dle dat Ministerstva zemědělství ČR)

Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Průměrný evidenční počet zaměstnanců	8 322	8 258	8 096	8 367	8 537	8 476	8 400	8 317
Počet podniků	188	178	181	172	163	164	171	165

Tržby podniků, které podnikají v mlékárenském průmyslu, byly v letech 2012 až 2019 mírně rozkolísané, přičemž se pohybovaly především podle realizovaných cen na trhu a zahraniční konkurence. Účetní přidaná hodnota ve sledovaném období rovněž vykazuje kolísavý vývoj, stejně jako tržby však v posledním sledovaném roce dosáhla nejvyšších hodnot. Tržby a účetní přidaná hodnota jsou obsahem následující tabulky.

Tab. 9: Tržby, účetní přidaná hodnota CZ-NACE 10.5 (zdroj: vlastní zpracování dle dat Ministerstva zemědělství ČR)

Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby (v mil. Kč)	38 148	41 174	42 655	40 205	38 526	42 603	42 662	43 851
Účetní přidaná hodnota (v mil. Kč)	5 480	6 020	5 410	5 704	6 634	6 710	6 443	6 949

Při porovnání vývoje tržeb mlékárenského průmyslu, co by průmyslu potravinářského, s růstem ekonomiky (viz výše HDP ve stálých cenách) si lze všimnout, že se tržby podle výkonu ekonomiky nevyvíjí. Nejedná se tedy o cyklické odvětví.

Hospodaření podniků v mlékárenském průmyslu reaguje na ceny mléka, které se promítají do nákladů vynaložených na spotřebu. V roce 2013 a především v roce 2014 si lze všimnout velkého nárůstu ceny mléka, a to zejména kvůli intervencím ČNB k oslabení

koruny. Prudký pokles ceny mléka v roce 2015 a následně ještě větší propad v roce 2016 je způsoben zejména v důsledku embarga na vývoz potravin do Ruské Federace a zrušení evropských mléčných kvót. Od roku 2017 se ceny mléka začaly opět zvyšovat a v roce 2019 jsou nejvyšší za sledované období.

Tab. 10: Cena mléka (zdroj: vlastní zpracování dle dat Ministerstva zemědělství ČR)

Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Cena mléka (průměr za rok, v Kč/litr)	7,67	8,51	9,37	7,66	6,69	8,53	8,55	8,84

Od cen zemědělců produkujících mléko, se odvíjí také spotřebitelské ceny mléčných výrobků. Následující tabulka zachycuje indexy cen průmyslových výrobců vyrábějících mléčné výrobky (CZ-CPA 105) prostřednictvím řetězového indexu. Nejvyšších cen dosahovaly mléčné výrobky v letech 2013 a 2014, který koresponduje s nárůstem ceny mléka. V roce 2019 zvýšení cen mléčných výrobků koresponduje se zvýšením ceny mléka.

Tab. 11: Index cen CZ CPA 105 (zdroj: vlastní zpracování dle dat Českého statistického úřadu)

Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Index cen CZ CPA 105 (předchozí období = 100)	98,1	106,9	105,2	91,3	94,1	110,2	99,7	101,4

Důležitým indikátorem je spotřeba. Spotřebu potravinářských výrobků na obyvatele zveřejňuje každoročně Český statistický úřad. Spotřeba mléčných výrobků v sobě zahrnuje konzumní mléko, sýry, mléčné konzervy, tvaroh a ostatní mléčné výrobky vyjádřené v hodnotě mléka. Spotřeba mlékárenských výrobků měla od roku 2013 růstovou tendenci, a to nezávisle na vývoji spotřebitelských cen. Za osm let vzrostla tato spotřeba o 14,7 kg na obyvatele. Pro FRUJO je pak nejdůležitější sledovat trend spotřeby ostatních mléčných výrobků, která v sobě zahrnuje spotřebu jogurtů, kefírů, a mražených mléčných výrobků, jenž tvoří významnou složku výrobků, ve které je obsažena produkce podniku.

Tab. 12: Spotřeba mléčných výrobků (zdroj: vlastní zpracování dle dat Českého statistického úřadu)

Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Spotřeba mléka a mléčných výrobků (v kg/os.)	234,3	234,1	236,5	242,3	247,5	246,5	245,8	249,0
Spotřeba ostatních mléčných výrobků (v kg/os.)	33,2	31,5	31,3	32,8	33,8	34,4	34,9	35,2

Spotřeba ostatních mléčných výrobků výrazněji poklesla v roce 2013 a 2014, od roku 2015 však každoročně narůstá. Tento nárůst za posledních pět let činí 2,4 kg na osobu.

Pro ucelení je v následující tabulce vyjádřena spotřeba mléčných výrobků na obyvatele v korunách. Hodnoty v sobě zahrnují kromě spotřeby mléčných výrobků také spotřebu vajec. V rámci sledovaného období spotřeba rostla do roku 2014, poté v roce 2015 a 2016 klesala a od roku 2017 opět roste. Tento vývoj koresponduje s cenovým vývojem mléčných výrobků, kdy v letech 2015 a 2016 byla cena mléčných výrobků nejnižší a lidé za nákup utratili méně.

Tab. 13: Spotřeba mléčných výrobků v Kč/os. (zdroj: vlastní zpracování dle dat Českého statistického úřadu)

Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Spotřeba mléčných výrobků (v Kč/os.)	4 322	4 389	4 556	4 411	4 354	4 654	4 874	4 952

Podle Českomoravského svazu mlékárenského, docházelo díky omezenému vývozu a uzavření restaurací, škol, kaváren a dalších zařízení v důsledku opatření proti šíření pandemie v roce 2020 k převisu nabídky mléka nad její poptávkou, což způsobilo tlak na snižování výkupních cen mléka a tím i mléčných výrobků. Pokles cen brzdilo v první polovině března 2020 předzásobování občanů, poté se spotřeba ustálila na obvyklé úrovni (Prýmas, 2020).

### **Analýza pekařského a cukrářského průmyslu**

Zastoupení pekařského a cukrářského průmyslu tvoří z hlediska tržeb přibližně 14 % na průmyslu potravinářském, což je přibližně o 1 % méně než v průmyslu mlékárenském. Přesto je však v tomto odvětví znatelně více podniků, zaměstnávající třikrát více zaměstnanců. Podniky pekařského a cukrářského průmyslu tvoří 44,9 % všech výrobců potravin a zaměstnávají 33,8 % zaměstnanců v rámci potravinářského průmyslu, čímž se staví do role největšího zaměstnavatele celého potravinářského průmyslu (MZČR, 2019).

Tab. 14: Průměrný evidenční počet zaměstnanců a počet podniků CZ-NACE 10.7 (zdroj: vlastní zpracování dle dat Ministerstva zemědělství ČR)

Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Průměrný evidenční počet zaměstnanců	31 953	30 789	30 787	30 889	30 380	29 829	29 292	29 432
Počet podniků	2 972	2 961	3 056	3 184	3 244	3 523	3 743	3 936

Tržby v odvětví od roku 2013 rostly, účetní přidaná hodnota se vyvíjela pozitivně od roku 2014. Účetní přidaná hodnota pekařského a cukrářského průmyslu představuje 24,3 % přidané hodnoty všech odvětví, což je největší zastoupení v rámci celého potravinářského průmyslu (MZČR, 2019).

Tab. 15: Tržby a účetní přidaná hodnota CZ-NACE 10.7 (zdroj: vlastní zpracování dle dat Ministerstva zemědělství ČR)

Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby (v mil. Kč)	31 152	28 284	28 855	29 832	30 740	32 150	34 361	36 922
Účetní přidaná hodnota (v mil. Kč)	11 728	10 629	11 280	11 988	12 747	13 693	14 355	16 124

Jak se vyvíjely ceny, za které pekařské a cukrářské podniky prodávaly své výrobky lze zjistit z indexů cen průmyslových výrobců vydávaných Českým statistickým úřadem. Následující tabulka zachycuje vývoj cen těchto podniků (CZ-CPA 107) prostřednictvím řetězového indexu. Lze vidět, že vývoj cen ve sledovaném období od roku 2013 několik let klesal, poslední tři roky však roste.

Tab. 16: Index cen CZ-CPA 107 (zdroj: vlastní zpracování dle dat Českého statistického úřadu)

Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Index cen CZ-CPA 107 (předchozí období = 100)	103,8	99,7	97,7	98,7	97,9	102,3	101,7	105,1

Jak se vyvíjela spotřeba pekárenských výrobků, ukazuje tabulka níže. Do výpočtu spotřeby pekárenských výrobků je zahrnuta spotřeba chleba, pšeničného pečiva a trvanlivého pečiva.

Tab. 17: Spotřeba pekárenských výrobků (zdroj: vlastní zpracování dle dat Českého statistického úřadu)

Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Spotřeba pekárenských výrobků (v kg/os.)	106,7	100,1	101,4	95,8	97,7	97,5	98	98,5

Od roku 2012 spotřeba pekárenských výrobků poklesla. Tento pokles se však týká ve všech letech spotřeby chleba. Spotřeba pšeničného a trvanlivého pečiva je vyvíjela proměnlivě. Od roku 2016 je patrný opětovný mírný nárůst spotřeby, čemuž odpovídá také zvýšená spotřeba pekárenských výrobků v českých korunách na osobu.

Tab. 18: Spotřeba pekárenských výrobků (zdroj vlastní zpracování dle dat Českého statistického úřadu)

Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Spotřeba pekárenských výrobků (v Kč/os.)	3 970	3 991	4 004	3 961	3 985	4 798	4 849	5 003



Cukrářské výrobky v sobě zahrnují cukrářská těsta, cukrářské tukové, máslové, smetanové výrobky a spotřebu zmrzliny.

Tab. 19: Spotřeba cukrářských výrobků (zdroj: vlastní zpracování dle dat Českého statistického úřadu)

Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Spotřeba cukrářských výrobků (v kg/os.)	6,9	6,8	7,0	6,9	7,0	7,1	7,2	6,8

Spotřeba cukrářských výrobků ve sledovaném období pozvolně rostla, s výjimkou roku 2019, kdy lze vidět výraznější pokles. To může být dáno stále větším prosazováním zdravého životního stylu. Vývoji spotřeby v kilogramech odpovídá vývoj spotřeby v korunách.

Tab. 20: Spotřeba cukrářských výrobků (zdroj: vlastní zpracování dle dat Českého statistického úřadu)

Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Spotřeba cukrářských výrobků (v Kč/os.)	1 577	1 599	1 630	1 537	1 626	2 080	2 431	2 203

Podle Svazu pekařů a cukrářů poklesnou tržby pekárenského trhu v roce 2020 přibližně o desetinu, a to především díky uzavření škol, hotelů, penzionů. Dalším důvodem očekávaného snížení tržeb jsou rostoucí preference zákazníků směrem k základnímu, levnějšímu pečivu. Tendence zákazníků šetřit tak postihly ještě ve větší míře průmysl cukrářský (Vaňatová, 2020).

### 3.2.5 Analýza konkurence

Konkurenční prostředí bude zhodnoceno prostřednictvím Porterovy analýzy pěti sil, jenž v sobě zahrnují analýzu stávající konkurence, riziko nové konkurence, riziko substitučních výrobků, smluvní sílu odběratelů a smluvní sílu dodavatelů.

#### Smluvní síla odběratelů

Největším odbytištěm společnosti jsou podle informací vedení společnosti téměř všechny mlékárny v České republice. Vzhledem k tomu, že v České republice působí pouze dvě společnosti zaměřující se primárně na výrobu ovocných a zeleninových komponentů, je vyjednávací síla mlékáren nízká. Samozřejmě za předpokladu, že je pro ně výhodnější nakupovat především z České republiky.

Přibližně 25 % výroby je směřováno pro pekařský a cukrářský průmysl. V této oblasti mají odběratelé mnohem větší možnost volby, od koho budou komponenty potřebné pro svou výrobu nakupovat. Tady je tedy odběratelská síla větší. Větší odběratelská síla pramení také ze stran zahraničních zákazníků, kterými jsou převážně velké holdingy, požadující dlouhé doby splatnosti svých pohledávek. Nicméně do budoucna se společnost plánuje zaměřit na získání nových českých zákazníků v tomto oboru.

### **Smluvní síla dodavatelů**

FRUJO potřebuje ke své produkci především cukr, jenž tvoří přibližně 30 % hmotnosti nakupovaného materiálu. Nejvýznamnější je pro výrobu cukr konvenční, jehož největším dodavatelem je česká společnost Moravskoslezské cukrovary, a. s. Výrobců cukru v České republice není mnoho. Podle databáze Orbis je jich aktivních pouze 12, z nichž Moravskoslezské cukrovary jsou druhou největší z nich.

Ostatní druhy cukru, např. cukr třtinový či řepný společnost převážně dováží z různých zemí evropských, asijských či z latinské Ameriky. Také další významné složky výroby, jako jsou ovocné a neovocné komponenty, převážně ve formě mražených kostek či pyré, společnost dováží ze zahraničí. Jako příklad lze uvést jahody z Polska, maliny ze Srbska, či lískové oříšky z Turecka. Na základě informací od vedení společnosti jsou tito dodavatelé většinou většími společnostmi oproti FRUJU a jejich výroba není na odběru FRUJA nijak závislá.

### **Stávající konkurence**

Jak již bylo výše zmíněno, FRUJO svou výrobou spadá převážně do skupiny CZ-NACE 10.3 Zpracování a konzervování ovoce a zeleniny, konkrétně pak do podskupiny 10.39 Ostatní zpracování a konzervování ovoce a zeleniny. Následující tabulka, zpracována podle dat z databáze Orbis, udává 10 největších výrobců v této kategorii, seřazené podle velikosti obrátu v posledním dostupném roce.

Tab. 21: Tuzemská konkurence (zdroj: vlastní zpracování dle databáze Orbis)

č.	Název společnosti	CZ-NACE	Rok	Obrat (v tis. USD)	Aktiva (v tis. USD)
1	ZEELANDIA, S.R.O.	10.39	2019	44 631	21 769
2	FRUJO, A. S.	10.39	2019	28 304	25 956
3	FRUTA PODIVIN, A.S.	10.39	2018	26 168	20 749
4	PIKA, A.S.	10.39	2018	23 138	18 462
5	ALIKA, A.S.	10.39	2018	21 068	6 577
6	EFKO CZ, S.R.O.	10.39	2019	16 652	12 968
7	OTMA-SLOKO, S.R.O.	10.39	2018	15 036	8 007
8	FRULIKA, S.R.O.	10.39	2018	13 067	8 564
9	HOPI POPI, A.S.	10.39	2018	11 366	4 839
10	AGRIMEX VESTEC, A. S.	10.39	2018	10 213	7 866

Ne všechny výše uvedené společnosti jsou však pro FRUJO konkurencí. Společnost s nejvyšším obratem – Zeelandia, s. r. o. vyrábí obdobný produkt jako FRUJO pouze pro pekárenský a cukrářský průmysl, který ve FRUJU tvoří asi 25 % jejího obratu. FRUTA Podivín, a. s., spadající pod koncern Hamé, s. r. o., vyrábí například marmelády, džemy, povidla či kojeneckou výživu pro maloobchod. Její produkt i odbytiště jsou odlišné, není tudíž pro FRUJO konkurencí. Obdobná situace platí také pro ostatní společnosti. Společnosti PIKA, a. s. a EFKO CZ, s. r. o. se zabývají výrobou sterilizované zeleniny určené pro maloobchod. Výrobní program společnosti ALIKA, a. s. tvoří různé druhy pražených ořechů, slaných snacků či sušeného ovoce, putující opět do maloobchodních prodejen. Společnost OTMA-SLOKO, s. r. o., jenž je součástí koncernu Hamé, s. r. o., vyrábí především kečupy a rajčatové protlaky pod značkou OTMA, určené opět rovnou pro koncové zákazníky.

Jedinou společností z výše uvedené tabulky, jejíž výroba je primárně zaměřena na výrobu ovocných a zeleninových polotovarů a komponentů převážně pro mlékárenský průmysl a s níž FRUJO zabírá bezmála celý tento trh na území České republiky, je společnost FRULIKA, s. r. o. sídlící v Jihočeském kraj. Její obrat je však v porovnání s FRUJEM přibližně poloviční a portfolio výrobků užší.

Větší tlak konkurence pociťuje FRUJO ze sousedních zemí. Následující tabulka udává přehled pěti zahraničních společností, které FRUJO považuje za své největší konkurenty, seřazený podle výše jejich obratu.

Tab. 22: Zahraniční konkurence (zdroj: vlastní zpracování dle databáze Orbis)

č.	Název společnosti	Země	Rok	Obrat (v tis. USD)	Aktiva (v tis. USD)
1	ZENTIS GMBH & CO. KG	Německo	2019	780 983	482 512
2	AGRANA FRUIT AUSTRIA GMBH	Rakousko	2020	119 778	60 382
3	ZENTIS POLSKA SP. Z OO	Polsko	2019	64 810	41 699
4	AGRANA FRUIT POLSKA SP. Z OO	Polsko	2019	42 583	22 386
5	DELIKA, S. R. O.	Slovensko	2019	6 482	2 222

První čtyři společnosti jsou součástí velkých mezinárodních skupin ZENTIS GROUP se sídlem v Německu a AGRANA GROUP se sídlem v Rakousku. Na první pohled se jedná o společnosti silnější, které si pravděpodobně mohou dovolit konkurovat nižší cenou. Své výrobky dodávají stejně jako FRUJO především pro mlékárenský, pečárenský a cukrářský průmysl, kromě toho však značná část jejich produkce směřuje také ke koncovým zákazníkům. Slovenská společnost DELIKA je v porovnání s FRUJEM menším podnikem a její sortiment nabízených výrobků je mírně odlišný. FRUJO nabízí širší škálu ovocných příchutí, DELIKA se více zaměřuje na příchutě zeleninové.

### **Riziko vstupu potenciálních konkurentů**

Vstup nového výrobce na český trh ovocných a zeleninových polotovarů a komponentů pro další zpracování by byl obtížný. FRUJO se společností FRULIKA, s. r. o. zabírají téměř celý český trh. FRUJO je navíc na českém trhu již 30 let, má tedy obrovské zkušenosti, moderní technologie a zaběhnuté obchodní vztahy. Ohrožením pro společnost by se však mohla stát zahraniční konkurence, pokud by se odběratelé rozhodli více komponentů dovážet.

### **Hrozba substitučních výrobků**

Asepticky zpracované ovoce a zelenina, které především mlékárny přidávají do svých výrobků, substituty nemají. Téměř všechny mlékárny v České republice od FRUJA poptávají jejich výrobky, ať už v konvenční či BIO kvalitě. Avšak mlékárny se v dnešní době musejí potýkat s trendem veganství, proto by se úbytek jejich prodeje pravděpodobně promítnul do snížení tržeb FRUJA.

### **3.3 Analýza vnitřního potenciálu**

Analýzou vnitřního potenciálu je chápáno posouzení vnitřních vývojových možností společnosti, jeho silných a slabých stránek a jeho schopnosti využít šance plynoucí z rozvoje trhu a čelit konkurenci a jiným hrozbám (Mařík a kol., s. 97). Zhodnocení vnitřního potenciálu bude provedeno jednak pomocí Modelu „7 S“ od společnosti McKinsey, a jednak rozborem některých dalších klíčových oblastí podniku.

#### **3.3.1 Model „7 S“**

Model „7 S“ v sobě zahrnuje sedm základních kritických faktorů úspěchu podniku, jenž se vzájemně ovlivňují – strategie, struktura, systémy řízení, styl vedení, spolupracovníci, schopnosti a sdílené hodnoty.

##### **Strategie**

Strategie společnosti je v souladu s jejím posláním, které spočívá v umožnění výroby zdravých a moderních potravin a tím pozitivně ovlivnit spotřebitelský trh. FRUJO se řídí motem „Problém našeho zákazníka je naším společným problémem, problém mého kolegy je i mým problémem“. Strategie společnosti pro období 2021-2025 se týká především oblasti zaměstnanců a investic. Největší plánovanou investicí je přestavba výrobních a administrativních prostorů. Dále chce společnost investovat do nákupu nového informačního softwaru a postupně úplně digitalizovat administrativu a provoz. V rámci technologických investic společnost plánuje nákup laboratorního optického analyzátoru na rychlé stanovení mikrobiologické kvality vzorku a nových varných zařízení. V zaměstnanecké oblasti chce společnost delegovat více pravomocí na nižší management a obměnit některé úkoly tak, aby bylo možné je provádět v týmech.

##### **Struktura**

Ve společnosti jsou jednotlivá oddělení a pracovníci rozdělení do tzv. liniově-štabní organizační struktury. V čele stojí statutární ředitel, který je přímo nadřízený šesti oddělením, mající svého ředitele či manažera a třem samostatně stojícím pracovníkům – personálnímu řediteli, systémovému specialistovi a vedoucímu projektů. Schéma organizační struktury je obsaženo v příloze č. 1.

## Systémy řízení

FRUJO musí mít jakožto společnost podnikající v potravinářském průmyslu důkladně nastaven systém řízení kvality svých výrobků. Základem je zajištění zdravotní nezávadnosti potravin, pro jejíž zajištění využívá společnosti systémy HACCP (Hazard Analysis and Critical Control Points), GMP (Good Manufacture Practise) a GLP (Good Laboratory Practise). Svou konkurenční pozici si umocňuje certifikací IFS 6 (Food International Standard) na nejvyšší úrovni, která ověřuje bezpečnost a kvalitu výrobků.

K internímu řízení využívá společnost celou řadu softwarů pro řízení výroby, skladování, odbytu, expedice, fakturace, účetnictví apod. Pouze mzdová agenda je svěřena do rukou externí účetní společnosti. Informační systém, který by pokrýval všechny oblasti řízení společnost zatím nemá. Zaměstnanci spolu napříč odděleními komunikují převážně prostřednictvím e-mailu nebo telefonicky.

## Styl vedení

V oblasti vedení zaměstnanců se ve společnosti prolínají prvky jak demokratického, tak autoritativního stylu, přičemž demokratický styl převládá z vrcholového managementu na střední management a autoritativní styl je typický směrem od středního managementu na řadové pracovníky. Vztahy pracovníků výroby a skladování se středním a vrcholovým managementem jsou převážně formální.

V roce 2015 zemřel majitel a zakladatel společnosti, na jehož místo byl dosazen správce majetku – současný generální ředitel, který kromě FRUJA řídí i jiné společnosti. Jeho styl řízení má oproti bývalému majiteli více autoritativních prvků.

## Spolupracovníci

FRUJO v současné době zaměstnává 156 zaměstnanců, z toho 2 jsou součástí vrcholového managementu. Jak se vyvíjel průměrný přepočtený počet zaměstnanců a mzdové náklady v letech 2015-2019 udává následující tabulka.

Tab. 23: Počet zaměstnanců a mzdové náklady (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv FRUJO)

	2015	2016	2017	2018	2019
Počet zaměstnanců	136	134	138	147	154
Mzdové náklady (tis. Kč)	46 388	49 888	51 517	57 780	61 095
Ostatní osobní náklady (tis. Kč)	1 817	894	1 576	1 695	1 385
Osobní náklady na 1 zaměstnance (tis. Kč)	354	378	385	405	406

Počet zaměstnanců společnosti ve sledovaném období roste, s výjimkou mírného poklesu v roce 2016. Spolu s nimi roste i průměrná mzda, ostatní osobní náklady zahrnující především odměny, se pohybují proměnlivě.

Ke spokojenosti svých zaměstnanců poskytuje FRUJO celou řadu benefitů. Kromě těch klasických, které již v této době poskytuje většina zaměstnavatelů – např. příspěvek na stravování, příspěvek na penzijní připojištění či životní pojištění, týden dovolené navíc, společnost poskytuje čtvrtletní výkonnostní odměny, příspěvek na dovolenou, odměnu k životním jubileím, kapra a víno k Vánocům a mnoho dalších.

### **Schopnosti**

Společnost má nastavený systém kvalifikace, v jehož rámci jsou zaměstnanci odměňováni z hlediska vzdělání, dosažené praxe a specializace. Samozřejmostí jsou periodická školení a kurzy. Kromě těch základních, například BOZP, požární ochrana či školení řidičů, jsou k dispozici například školení pro rozvoj obchodních dovedností a komunikačních dovedností (i v anglickém jazyce) pro obchodní zástupce a manažery.

### **Sdílené hodnoty**

FRUJO v současné době pracuje na aktualizaci etického kodexu vytvořeného v roce 2014, který má být více podrobný a konkrétní k možným situacím, které by mohly ve společnosti nastat. Do tvorby kodexu je zapojen jak management, tak řadoví pracovníci.

Společnost spolu se svými zaměstnanci, obchodními partnery i širším společenským prostředím sdílí pozitivní přístup k ekologii a ochraně životního prostředí. FRUJO pravidelně investuje do nových technologií snižující negativní vlivy na životní prostředí. Aktivně spolupracuje s orgány státní správy na úseku životního prostředí a spolupracuje pouze s dodavateli, kteří sami dodržují zásady environmentální politiky a vyrábějí produkty v souladu s ochranou životního prostředí. Pravidelným vzděláváním zaměstnanců v této oblasti se společnosti daří aktivně třídit odpad a zajišťovat jeho ekologickou likvidaci.

### **3.3.2 Další klíčové oblasti podniku**

Kromě výše popsaných oblastí považují za klíčové oblasti vnitřního potenciálu společnosti také oblast výzkumu a vývoje a oblast investic.

## Výzkum a vývoj

Důležitým článkem společnosti je její vlastní oddělení výzkumu a vývoje, kde zaměstnává 10 zkušených odborníků. Od roku 2015 se tento tým vývojářů zaměřil na výzkum a vývoj nových chutí výrobků, nových receptur a inovativních postupů. Tato změna přišla s příchodem nového vedení společnosti, které si vzalo za cíl více reagovat na poptávku v oblasti celosvětových trendů. Oddělení R&D tak zahájilo několik projektů, jejichž cílem bylo aplikovat nejmodernější poznatky v oboru potravinářství do výrobních procesů a rozšířit stávající sortiment o výrobky z netradičních surovin a výrobky bez chemických konzervantů. Do konce roku 2018 společnost dokončila výše uvedené projekty a úspěšně uvedla na trh novou řadu výrobků. Zároveň v tomto roce zahájila dva nové projekty. První projekt pod názvem „Nekonzervované produkty“ byl zaměřen na vývoj speciálních receptur a technologických postupů výroby ovocných i neovocných náplní, které nejsou standartně konzervované, avšak jejich trvanlivost dosahuje minimálně tří měsíců. Cílem druhého projektu bylo zavedení kompletního systému automatizace řízení logistiky skladů a optimalizace skladových zásob hotových výrobků, které společnosti přineslo významné úspory při manipulaci se zásobami a v logistice expedice výrobků zákazníkům.

Náklady na výzkum a vývoj byly v minulých pěti letech následující:

Tab. 24: Náklady na výzkum a vývoj (zdroj: vlastní zpracování dle interních dat podniku)

	2015	2016	2017	2018	2019
Náklady na R&D (v tis. Kč)	3 525	4 143	5 514	5 210	2 857

## Investice

Společnost v posledních letech investuje nemalé prostředky do nových technologií, především výrobních strojů s cílem zvýšit kapacitu, efektivitu výroby, kvalitu výrobků, ale také šetrnost k životnímu prostředí. Náklady za posledních pět let udává tabulka níže.

Tab. 25: Nákup výrobních zařízení a technologií (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv FRUJO)

	2015	2016	2017	2018	2019
Nové výrobní zařízení a technologie (v tis. Kč)	7 511	15 661	21 294	12 104	12 228

V roce 2017 byly pořízené výrobní stroje a výrobní technologie spolufinancovány ze Státního zemědělského intervenčního fondu (SZIF) ve výši 7 920 tis. Kč. V roce 2019 byly mimo výše uvedené výdaje na pořízení nových strojů a technologií také vynaloženy prostředky ve výši 20 586 tis. Kč na opravy a udržování stávajících zařízení.



V roce 2021 plánuje společnost započít rekonstrukci výrobních a administrativních prostorů s vynaložením odhadované výše nákladů 40 000 tis. Kč během tří let, a to z důvodu jejich zastaralosti.

### 3.4 Analýza finančního zdraví podniku

Součástí analýzy vnitřního potenciálu je finanční analýza, z níž vyplývají některé silné a slabé stránky podniku. Obsahem finanční analýzy je analýza absolutních a poměrových ukazatelů vybraných položek rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu o finančních tocích.

#### 3.4.1 Analýza absolutních ukazatelů

Analýza absolutních ukazatelů rozebírá položky majetku a struktury financování v rámci rozvahy a položky nákladů a výnosů v rámci výkazu zisku a ztráty. Hodnoty položek účetních výkazů jsou obsahem přílohy 1, 2 a 3.

#### Analýza majetkové struktury

Horizontální analýza aktiv hodnotí vývoj jednotlivých položek majetku v čase, a to v absolutním i relativním vyjádření. Vertikální analýza aktiv pak sleduje, v jaké procentuální výši jsou jednotlivé složky majetku na celkovém majetku zastoupeny.

Tab. 26: Horizontální analýza aktiv (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv FRUJO)

	2016/2015		2017/2016		2018/2017		2019/2018	
	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
Aktiva celkem	61 810	11,3	-17 680	-2,9	15 029	2,5	-17 997	-3,0
Dlouhodobá aktiva	-1 452	-0,7	11 816	5,4	-12 802	-5,6	-11 147	-5,2
DNM	-169	-24,8	-168	-32,7	100	29,0	163	36,6
DHM	-1 283	-0,6	11 984	5,8	-12 902	-5,9	-11 310	-5,5
Pozemky a stavby	-10 093	-5,7	-10 082	-6,1	-10 019	-6,4	-6 237	-4,3
Hmotné mov. věci	12 050	41,2	14 832	35,9	3 927	7,0	-4 985	-8,3
DFM	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Oběžná aktiva	65 645	20,8	-26 783	-7,0	29 939	8,4	-4 939	-1,3
Zásoby	-8 387	-5,4	24 455	16,5	-8 442	-4,9	10 079	6,1
Pohledávky	7 846	5,1	-7 620	-4,7	-20 485	-13,3	19 859	14,9
Dlouhodobé	-1 000	-2,1	-7 167	-15,0	-12 636	-31,2	-12 710	-45,6
Krátkodobé	8 846	8,4	-453	-0,4	-7 849	-6,9	32 569	30,9
KFM	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Peněžní prostředky	66 186	1068,9	-43 618	-60,3	58 866	204,7	-34 877	-39,8
ČR aktiv	-2 383	-21,9	-2 713	-31,8	-2 108	-36,3	-1 911	-51,7

Tab. 27: Vertikální analýza aktiv (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv FRUJO)

	2015	2016	2017	2018	2019
Aktiva celkem	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Dlouhodobá aktiva	40,08	35,77	38,84	35,76	34,96
DNM	0,12	0,08	0,06	0,07	0,10
DHM	38,31	34,20	37,26	34,20	33,32
Pozemky a stavby	32,27	27,33	26,44	24,13	23,80
Hmotné mov. věci	5,35	6,79	9,51	9,92	9,38
DFM	1,65	1,48	1,53	1,49	1,53
Oběžná aktiva	57,92	62,83	60,17	63,63	64,74
Zásoby	28,66	24,37	29,24	27,12	29,67
Pohledávky	28,12	26,55	26,06	22,02	26,08
Dlouhodobé	8,92	7,85	6,87	4,61	2,59
Krátkodobé	19,20	18,70	19,19	17,41	23,50
KFM	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Peněžní prostředky	1,13	11,91	4,87	14,48	8,98
ČR aktiv	2,00	1,40	0,98	0,61	0,30

Na celkových aktivech společnosti převládají oběžná aktiva nad dlouhodobými, čímž se vyznačuje spíše kapitálově lehká společnost. Tento podíl ve sledovaném čase většinou mírně roste, což největší měrou ovlivňuje snižování výše dlouhodobého majetku v důsledku rychlejšího růstu odpisů nad investicemi do tohoto majetku v posledních dvou letech. Poměr dlouhodobých aktiv k oběžným se také mění v důsledku snížení či zvýšení peněžních prostředků, které se meziročně mění poměrně výrazně.

Dlouhodobý finanční majetek představuje podíl FRUJA ve své dceřiné společnosti. Tento je po celou dobu ve stejné výši a představuje cca 1,5 % z celkových aktiv. Dlouhodobý nehmotný majetek, jehož součástí jsou různé druhy softwaru, tvoří pouze nepatrnou část celého majetku společnosti. Největší součástí dlouhodobého majetku jsou pozemky a stavby (společnost se rozkládá na ploše 6 500 m<sup>2</sup>). Během sledovaného období se výše staveb rovnoměrně snižuje, společnost do nich tedy pravděpodobně neinvestovala, alespoň ne nad úroveň odpisů.

Pohledávky tvoří cca 20 % celkových aktiv společnosti, přičemž je zde vidět tendence růstu krátkodobých a zároveň poklesu dlouhodobých pohledávek. Dlouhodobé pohledávky představují pouze pohledávky za ovládající a ovládanou osobou, přičemž se jedná o půjčku dědicům bývalého akcionáře společnosti. V rámci časového rozlišení aktiv jsou zachyceny především leasingové splátky.

Velmi podobný poměr dlouhodobého majetku k oběžnému vykazují také konkurenční společnosti, jak udává následující tabulka.

Tab. 28: Podíl dlouhodobých a oběžných aktiv konkurence (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv FRULIKA a ZEELANDIA)

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>FRULIKA</b>					
Aktiva celkem	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Dlouhodobá aktiva	41,27	41,42	40,75	36,23	35,18
Oběžná aktiva	58,73	58,58	59,25	63,77	64,82
<b>ZEELANDIA</b>					
Aktiva celkem	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Dlouhodobá aktiva	43,12	43,33	37,32	38,28	39,81
Oběžná aktiva	56,88	56,67	62,68	61,72	60,19

### Analýza zdrojů financování

Horizontální analýza pasiv sleduje vývoj jednotlivých položek zdrojů financování v čase, jednak v absolutním a jednak v relativní vyjádření. Vertikální analýza pasiv pak zobrazuje, v jakém poměru jsou jednotlivé položky zdrojů financování na pasivech zastoupeny.

Tab. 29: Horizontální analýza pasiv (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv FRUJO)

	2016/2015		2017/2016		2018/2017		2019/2018	
	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
Pasiva celkem	74 500	14,0	-17 680	-2,9	15 029	2,5	-17 997	-3,0
Vlastní kapitál	27 392	5,6	11 527	2,2	13 566	2,6	-28 519	-5,3
Základní kapitál	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Kap. fondy, f. ze zisku	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
VH min. let	10 912	2,7	16 274	3,9	11 077	2,6	-12 764	-2,9
VH běž. ÚO	16 480	37,8	-4 747	-7,9	2 489	4,5	-15 755	-27,2
Cizí kapitál	47 108	99,0	-29 618	-31,3	1 874	2,9	8 668	12,9
Rezervy	11	45,8	315	900,0	-291	-83,1	12	20,3
Závazky	47 097	99,0	-29 933	-31,6	2 165	3,3	8 656	12,9
Dlouhodobé	-2 054	-19,2	-1 782	-20,6	-2 013	-29,3	-1 796	-36,9
Krátkodobé	49 151	133,4	-28 151	-32,7	4 178	7,2	10 452	16,9
K úvěrovým inst.	3 381	26,6	-16 071	-100,0	0	0	0	0
Z obch. vztahů	19 188	65,2	-23 192	-47,7	-3 601	-14,2	16 539	75,8
Ovládaná nebo ovl. os.	10 000	0	12 500	125,0	7 500	33,3	-5 000	-16,7
ČR pasiv	0	0	411	0	-411	-100,0	1 854	0

Tab. 30: Vertikální analýza pasiv (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv FRUJO)

	2015	2016	2017	2018	2019
Pasiva celkem	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Vlastní kapitál	91,08	84,42	88,90	88,94	86,81
Základní kapitál	6,84	6,01	6,19	6,03	6,22
Kap. fondy, f. ze zisku	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VH min. let	76,05	68,52	73,33	73,34	73,42
VH běž. ÚO	8,18	9,89	9,39	9,56	7,17
Cizí kapitál	8,92	15,58	11,03	11,06	12,88
Rezervy	0,00	0,01	0,06	0,01	0,01
Závazky	8,92	15,57	10,97	11,05	12,87
Dlouhodobé	2,01	1,42	1,17	0,80	0,52
Krátkodobé	6,91	14,15	9,80	10,25	12,34
K úvěrovým inst.	2,38	2,64	0,00	0,00	0,00
Z obch. vztahů	5,52	8,00	4,31	3,60	6,53
Ovládaná nebo ovl. os.	0,00	1,65	3,81	4,96	4,26
ČR pasiv	0,00	0,00	0,07	0,00	0,32

V pasivech společnosti výrazně převládá vlastní kapitál nad cizím, což poukazuje na konzervativní strategii financování. Kapitálové fondy a fondy ze zisku nejsou tvořeny. Společnost část zisku vyplácí formou dividend a zbytek ponechává jako nerozdělený zisk minulých let.

Ve sledovaném období však lze vypožorovat trend mírného nárůstu podílu cizího kapitálu. To je dáno zvýšením objemu závazků z obchodních vztahů a závazků za ovládanou nebo ovládající osobou. Půjčky od úvěrových institucí společnost využívala ke svému financování jen doplňkově, přičemž v roce 2016 všechny splatila a poté již žádné nové nenačerpala.

Společnost každoročně tvoří zákonné rezervy na opravu dlouhodobého majetku. V roce 2017 byla vytvořena rezerva ve výši 303 tis. Kč na očekávanou úhradu škody způsobenou zákazníky společnosti. Dlouhodobé závazky jsou tvořeny zejména odloženým daňovým závazkem a položkou jiné závazky, kam jsou účtovány převážně závazky z finančního leasingu. Obdobně jako v případě pohledávek, se objevuje trend růstu krátkodobých závazků a poklesu dlouhodobých.

### **Analýza nákladů a výnosů**

Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty sleduje vývoj položek nákladů a výnosů a z nich vyplývajících výsledku hospodaření společnosti, jak v absolutním i relativním vyjádření. Vertikální analýza zobrazuje podíl jednotlivých položek na tržbách.

Tab. 31: Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv FRUJO)

	2015/2016		2016/2017		2017/2018		2018/2019	
	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
Tržby z prod. vlast. výrobků a služeb	66 899	11,5	-21 160	-3,3	-1 504	-0,2	1 640	0,3
Tržby za prodej zboží	0	0	0	0	0	0	5	0
Výkonová spotřeba	35 080	7,8	-22 238	-4,6	-16 313	-3,5	16 837	3,8
Změna stavu zásob vlastní činnosti	8 952	104,3	-4 256	-1144	51	1,3	-3 627	-94,6
Aktivace	1 746	25,4	336	6,5	-218	-4,5	-306	-6,1
Osobní náklady	3 177	4,9	2 853	4,2	8 323	11,8	3 685	4,7
Úpravy hodnot v provozní oblasti	-1 539	-11,6	4 617	39,4	6 911	42,3	-3 717	-16,0
Ostatní provozní výnosy	4 552	72,9	115	1,1	-3 934	-36,0	-4 885	-70,0
Ostatní provozní náklady	6 506	43,3	421	2,0	-2 616	-11,9	1 625	8,4
Provozní výsl. hospodaření	17 529	31,1	-2 778	-3,8	-1 576	-2,2	-17 737	-25,5
Výnos. úroky a podobné výnosy	-25	-4,0	-77	-12,9	-20	-3,9	216	43,3
Nákladové úroky	-243	-69,2	206	190,7	114	36,3	172	40,2
Ostatní finanční výnosy	-1 151	-52,8	4 366	424,7	1 738	32,2	-2 977	-41,7
Ostatní finanční náklady	-2 812	-54,1	6 319	264,5	-3 267	-37,5	-1 286	-23,6
Finanční výsl. hospodaření	1 879	215,2	-2 236	-256	4 871	156,7	-1 647	-93,5
Výsledek hosp. před zdaň.	19 408	36,2	-5 014	-6,9	3 295	4,8	-19 384	-27,2
Daň z příjmů	2 928	29,3	-267	-2,1	807	6,4	-3 630	-27,0
Výsl. hosp. za úč. období	16 480	37,8	-4 747	-7,9	2 488	4,5	-15 754	-27,2

Tab. 32: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv FRUJO)

	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby z prod. vlast. výrobků a služeb	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Tržby za prodej zboží	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Výkonová spotřeba	77,95	75,31	74,30	71,87	74,37
Změna stavu zásob vlastní činnosti	1,48	0,06	-0,62	-0,61	-1,19
Aktivace	1,19	-0,79	-0,77	-0,80	-0,85
Osobní náklady	11,18	10,52	11,33	12,69	13,25
Úpravy hodnot v provozní oblasti	2,29	1,81	2,61	3,73	3,12
Ostatní provozní výnosy	1,08	1,67	1,75	1,12	0,34
Ostatní provozní náklady	2,59	3,33	3,51	3,10	3,35
Provozní výsledek hospodaření	9,73	11,43	11,38	11,15	8,29
Výnosové úroky a podobné výnosy	0,11	0,09	0,08	0,08	0,11
Nákladové úroky a podobné náklady	0,06	0,02	0,05	0,07	0,10
Ostatní finanční výnosy	0,38	0,16	0,86	1,14	0,66
Ostatní finanční náklady	0,90	0,37	1,39	0,87	0,66
Finanční výsledek hospodaření	-0,47	-0,14	-0,50	0,28	0,02
Výsledek hosp. před zdaněním	9,25	11,30	10,88	11,43	8,30
Daň z příjmů	1,72	2,00	2,02	2,16	1,57
Výsledek hosp. za účetní období	7,53	9,30	8,86	9,28	6,73

FRUJO je výrobní společností, proto téměř všechny její tržby tvoří tržby z prodeje vlastních výrobků. Tržby z prodeje zboží vznikly v roce 2019 pouze ojediněle v nepatrné výši z titulu prodeje drobného zboží zákazníkům spolu s výrobky společnosti v rámci stánkového prodeje na sportovních akcích.

V roce 2016 tržby vzrostly o 11,5 %, a to kvůli změně ve vedení společnosti. Současný generální ředitel vyvíjí větší tlak na obchodní činnost společnosti z hlediska celosvětových trendů. Od zhruba poloviny roku 2015 FRUJO značně rozšířilo sortiment výrobků o exotické chutě a zvýšilo tak poptávku po svých produktech. V roce 2017 pak tržby poklesly o 3,3 % a v dalších letech se nijak výrazně nezměnily.

Výkonová spotřeba tvoří ve sledovaném období průměrně cca 75 % z tržeb. Z tabulky č. 30 lze vidět, že její zvýšení či snížení koresponduje s vývojem tržeb. V letech 2015-2018 byl poměr změn příznivý (růst tržeb o 1 % vyvolal růst výkonové spotřeby o méně než 1 % a naopak), v posledním sledovaném roce výkonová spotřeba vzrostla výrazněji nežli tržby. To bylo způsobeno zvýšením externích služeb z titulu oprav výrobních prostorů a výrobních zařízení společnosti. Ve výraznějším poklesu výkonové spotřeby v roce 2017 se projelo zlevnění nákupu cukru, jakožto důležité složky nakupovaného materiálu, a to díky zrušeným kvótám na vývoz cukru z Evropské Unie, které následně vedlo ke snižování jeho cen.

Druhou nejvýznamnější nákladovou položkou jsou osobní náklady, jenž tvoří v průměru necelých 12 %. Tyto náklady každoročně rostly cca o 5 %, s výjimkou roku 2018, kdy vzrostly o téměř 12 %. To bylo způsobeno jak zvýšením počtu zaměstnanců, tak rychlejším růstem mezd a odměn.

Položku ostatních provozních výnosů tvoří zejména tzv. zelený bonus, jenž společnost dostává na výrobu elektrické energie prostřednictvím své fotovoltaické elektrárny. V ostatních provozních nákladech je účtováno především o mankách a škodách, ale také o připsaných finančních odměnách zákazníkům.

Podíl provozního výsledku hospodaření na tržbách se pohybuje v průměru kolem 10 %. V roce 2016 vzrostl o více než 30 %, a to především v důsledku růstu tržeb. V dalších dvou letech jeho výše klesala mírně, v roce 2019 se propadl o 25 %, což bylo způsobeno nárůstem nákladů z titulu oprav, viz výše.

### **Analýza peněžních toků**

Následující tabulka zachycuje vývoj peněžních toků z provozní, investiční a finanční činnosti během sledovaného období.

Tab. 33: Cash-flow (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti FRUJO)

v tis. Kč	2015	2016	2017	2018	2019
Provozní cash-flow	20 732	112 507	28 949	113 407	49 336
Investiční cash-flow	-3 468	-11 529	-26 930	-8 143	-11 781
Finanční cash-flow	-31 973	-34 792	-45 637	-46 398	-72 433
Celkové cash-flow	-14 709	66 186	-43 618	58 866	-34 878

Celkové peněžní toky v jednotlivých sledovaných letech velmi kolísaly, což bylo způsobeno především ve změnách výše provozního cash-flow v důsledku výrazných změn stavu nepeněžních položek pracovního kapitálu.

Investiční cash-flow je ve všech sledovaných letech záporné kvůli každoročním investicím do nových strojů a technologií. Vysoké investice v roce 2017 byly zčásti spolufinancovány prostřednictvím dotací ze Státního zemědělského intervenčního fondu.

Stále větší odliv finančních peněžních toků představuje z většinové části meziročně rostoucí výplaty dividend akcionářům společnosti. V roce 2019 byl nárůst dividend výrazněji vyšší, což si však společnost vzhledem k výši nahromaděného zisku může dovolit, jak ukazuje tabulka níže.

Tab. 34: Nerozdělený zisk minulých let (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti FRUJO)

v tis. Kč	2015	2016	2017	2018	2019
Nerozdělený zisk minulých let	405 567	416 479	432 753	443 830	431 066

### **3.4.2 Analýza poměrových ukazatelů**

Analýza poměrových ukazatelů zkoumá vztah dvou či více absolutních ukazatelů z rozvahy, výkazu zisků a ztrát či výkazu o peněžních tocích. Analyzovány budou vybrané ukazatele v rozdělení na ukazatele likvidity, dlouhodobé finanční rovnováhy, výnosnosti a aktivity. Tyto ukazatele budou jednak porovnány se společností FRULIKA, a. s., jakožto největšího konkurenta v oblasti hlavní činnosti FRUJA, a společností ZEELANDIA, a. s., která je pro FRUJO největší konkurencí na poli pekárenského a cukrářského průmyslu, a v některých oblastech s průměrem oboru CZ-NACE 10.3 Zpracování ovoce a zeleniny.

## Analýza likvidity

V následující tabulce je vyčíslena běžná, pohotová a okamžitá likvidita. Tyto ukazatele vypovídají o schopnosti podniku splácet své závazky.

Tab. 35: Likvidita (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv FRUJO, FRULIKA a ZEELANDIA)

	2015	2016	2017	2018	2019
FRUJO, a. s.					
Běžná likvidita	7,26	3,89	5,44	5,76	5,04
Pohotová likvidita	3,01	2,16	2,45	3,11	2,63
Okamžitá likvidita	0,1681	0,8417	0,4972	1,4129	0,7279
FRULIKA, a. s.					
Běžná likvidita	1,71	2,38	3,16	2,44	2,71
Pohotová likvidita	0,45	0,68	0,89	0,72	0,84
Okamžitá likvidita	0,1361	0,0002	0,0018	0,0178	0,0010
ZEELANDIA, a. s.					
Běžná likvidita	2,38	2,57	2,69	2,96	2,49
Pohotová likvidita	1,37	1,52	1,68	1,97	1,60
Okamžitá likvidita	0,0124	0,2988	0,6761	0,7418	0,4589
CZ-NACE 10.3					
Běžná likvidita	1,57	1,56	1,71	1,63	1,35
Pohotová likvidita	0,74	0,75	0,85	0,83	0,89
Okamžitá likvidita	0,10	0,15	0,21	0,21	0,25

Obecně platí, že čím vyšší likvidity společnost dosahuje, tím vyšší je pravděpodobnost, že bude schopna splácet své závazky. Doporučená hodnota ukazatele běžné likvidity se pohybuje mezi hodnotami 1,5 až 2,5, což splňují všechny tři analyzované společnosti. Pohotová likvidita, z jejíhož výpočtu je vynechána hodnota zásob, jakožto nejméně likvidní složka oběžného majetku, by se měla pohybovat mezi hodnotami 1 a 1,5. Doporučených hodnot se nedrží společnost FRULIKA, což značí, že velká část jejích oběžných aktiv představují zásoby.

FRUJO dosahuje oproti konkurenci vysokých hodnot okamžité likvidity. V roce 2017 by byl podnik dokonce schopen uhradit okamžitě všechny své závazky. Takto vysoké hodnoty likvidity sice mluví ve prospěch krátkodobé finanční stability, nicméně jejich přebytek jde pravděpodobně proti vyšší výnosnosti. Průměrné hodnoty likvidity v oboru jsou nižší.



## **Analýza dlouhodobé finanční rovnováhy**

K hodnocení dlouhodobé finanční rovnováhy společnosti jsou použity ukazatele měřící výši zadlužení, strategii financování a teoretickou dobu splacení všech dluhů z provozních peněžních toků.

Tab. 36: Ukazatele dlouhodobé finanční stability (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv FRUJO, FRULIKA a ZEELANDIA)

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>FRUJO, a. s.</b>					
Celková zadluženost (%)	8,71	15,58	11,03	11,06	12,88
Krytí invest. majetku dl. kapitálem	2,27	2,40	2,32	2,51	2,50
Doba splacení dluhů z CF (roky)	2,00	0,20	1,25	-0,18	0,46
<b>FRULIKA, a. s.</b>					
Celková zadluženost (%)	77,85	72,24	64,61	64,03	61,61
Krytí invest. majetku dl. kapitálem	1,59	1,82	2,00	2,05	2,17
Doba splacení dluhů z CF (roky)	5,15	8,34	5,00	9,33	6,19
<b>ZEELANDIA, a. s.</b>					
Celková zadluženost (%)	26,75	24,47	25,47	22,97	25,23
Krytí invest. majetku dl. kapitálem	0,76	0,78	0,76	0,79	0,77
Doba splacení dluhů z CF (roky)	1,55	0,98	0,72	0,65	1,42
<b>CZ-NACE 10.3</b>					
Celková zadluženost (%)	44,47	44,44	40,74	41,67	39,04

Jak ukazuje následující tabulka, rozdíly v zadlužení mezi sledovanými společnostmi jsou velké. FRUJO je v současné době zadluženo z necelých 13 %, čímž vykazuje svou velkou finanční stabilitu a nezávislost. Velmi nízká zadluženost spolu s vysokým podílem dlouhodobého kapitálu (především vlastního kapitálu) poukazuje na velmi konzervativní strategii financování, při které společnost na jednu stranu nepodstupuje riziko spojené se zadlužením, na druhou stranu nevyužívá výhody plynoucí ze zadlužení.

Konkurenti FRULIKA a ZEELANDIA volí jiné strategie. ZEELANDIA o něco více využívá dluhové financování a asi čtvrtinu svého dlouhodobého majetku financuje krátkodobými zdroji, což značí levnější a rizikovější finanční řízení společnosti. Celková zadluženost FRULIKY se pohybuje ve vyšších hodnotách, což lze vzhledem k nízkým hodnotám likvidity považovat za rizikové. Navíc by teoreticky byla tato společnost schopna své dluhy splatit za více než 6 let. Celková zadluženost oboru se pohybuje mezi 39-45 % a v čase klesá.

## Analýza rentability

Prostřednictvím ukazatelů rentability lze zjistit, jak dokáže podnik zhodnocovat vstupy do svého podnikání. V následující tabulce je výnosnost zjišťována pro výši celkových aktiv, vlastního kapitálu a tržeb.

Podle dat Ministerstva zemědělství se rentabilita aktiv oboru CZ-NACE 10.3 v letech 2015 až 2018 pohybovala v rozmezí 4 až 7 %. Společnost FRUJO tedy převyšuje průměr společností podnikajících v oblasti zpracování ovoce a zeleniny. V roce 2016 se rentabilita vyšplhala na více než 12 %, od té doby mírně klesá v důsledku každoročního poklesu provozního výsledku hospodaření. Výraznější pokles v roce 2019 byl způsoben zvýšenými náklady na externí služby v důsledku oprav a udržování budov.

Tab. 37: Ukazatele rentability (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv FRUJO, FRULIKA a ZEELANDIA)

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>FRUJO, a. s.</b>					
Rentabilita aktiv (ROA)	10,33	12,16	12,05	11,49	8,83
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	8,99	11,72	10,56	10,75	8,26
Rentabilita tržeb (ROS)	9,73	11,43	11,38	11,15	8,29
<b>FRULIKA, a. s.</b>					
Rentabilita aktiv (ROA)	5,51	4,42	8,19	6,06	6,70
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	17,35	9,57	19,35	11,37	13,08
Rentabilita tržeb (ROS)	4,31	2,86	4,81	4,01	4,61
<b>ZEELANDIA, a. s.</b>					
Rentabilita aktiv (ROA)	10,91	11,01	9,06	9,07	9,12
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	11,21	11,73	9,81	9,65	10,01
Rentabilita tržeb (ROS)	5,12	5,53	5,03	4,58	4,46
<b>CZ-NACE 10.3</b>					
Rentabilita aktiv (ROA)	3,90	5,80	6,80	6,33	3,96
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	5,43	7,69	9,02	8,09	4,64
Rentabilita tržeb (ROS)	2,53	3,83	4,46	4,31	2,68

Lze si všimnout, že vývoj všech zkoumaných ukazatelů rentabilit se u společnosti FRUJO vyvíjely velmi podobně, kdežto v rámci oboru byla rentabilita vlastního kapitálu výrazně vyšší než rentability aktiv (rozmezí cca 6 až 9 %), FRUJO dosáhlo hodnot ROE o něco nižších než hodnot ROA. Důvodem je velmi nízká míra zadlužení společnosti.

Mírně vyšších hodnot rentabilit dosahuje společnost ZEELANDIA, s výjimkou rentability tržeb. Majetek společnosti ZEELANDIA je totiž přibližně o čtvrtinu menší než majetek FRUJA, kdežto její obrat je o cca 60 % vyšší. Výnosnost vlastního kapitálu společnosti

FRULIKA dosahuje poměrně vysokých hodnot. Rentabilita však nepramení z vysokých zisků, ale z velmi nízké hodnoty vlastního kapitálu na celkový kapitál. Výše jejího zhodnocení celkového kapitálu a tržeb se pohybuje na úrovni oboru. Rentabilita oboru dosahuje dlouhodobě nižších hodnot než FRUJO. Zhoršené hodnoty v roce 2019 lze přičíst nižšímu výsledku hospodaření v důsledku vyšší nákladovosti.

### Analýza aktivity

Jaký vliv má hospodaření s aktivy na likviditu a rentabilitu podniku měří ukazatele aktivity, které poměřují položky aktiv s položkami nákladů nebo výnosů. Ukazatele rychlosti obratu či doby obratu vypovídají o vázanosti kapitálu v různých druzích aktiv, čímž umožňují hledat příčiny ziskovosti podniku.

Tab. 38: Ukazatele aktivity (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv FRUJO, FRULIKA a ZEELANDIA)

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>FRUJO, a. s.</b>					
Počet obrátek aktiv	1,06	1,06	1,06	1,03	1,07
Doba obratu zásob (dny)	98,57	83,63	100,74	96,04	101,67
Doba obratu pohled. z obch. vztahů (dny)	55,80	57,88	56,35	57,57	71,75
Doba obratu závazků z obch. vztahů (dny)	18,53	27,44	14,83	12,76	22,38
<b>FRULIKA, a. s.</b>					
Počet obrátek aktiv	1,28	1,54	1,71	1,51	1,45
Doba obratu zásob (dny)	122,49	98,32	90,50	107,85	111,90
Doba obratu pohled. z obch. vztahů (dny)	27,78	34,71	33,74	41,95	48,29
Doba obratu závazků z obch. vztahů (dny)	46,47	31,16	22,54	35,97	35,55
<b>ZEELANDIA, a. s.</b>					
Počet obrátek aktiv	2,13	1,99	1,80	1,98	2,04
Doba obratu zásob (dny)	41,1	42,2	47,5	37,4	35,4
Doba obratu pohled. z obch. vztahů (dny)	48,53	48,46	46,05	45,49	45,37
Doba obratu závazků z obch. vztahů (dny)	31,94	33,40	39,79	30,37	32,59
<b>CZ-NACE 10.3</b>					
Počet obrátek aktiv	1,54	1,52	1,53	1,47	1,48

Minimální doporučená hodnota obratu aktiv je 1, neboť každá koruna aktiv by měla generovat minimálně stejně tak vysokou hodnotu. Toto kritérium splňují všechny analyzované společnosti. Nejnižších hodnot však dosahuje FRUJO, a to díky velké vázanosti kapitálu především ve stavbách.

Ukazatele doby obratu udávají dobu, která uplyne od nákupu materiálu, jeho přeměny na výrobky do doby inkasa za prodej těchto výrobků. Obecně by doba obratu zásob měla být co nejkratší, aby zásoby co nejkratší dobu vázaly finanční prostředky podniku, avšak velmi

záleží na specifikách oboru. Doba obratu zásob oboru CZ-NACE 10.3 není dohledatelná, avšak při porovnání cca stodenní doby obratu zásob FRUJA s přibližně třicetidenní dobou obratu zásob ZEELANDIE, je pravděpodobně vázanost zásob FRUJA dlouhá. Ještě delší dobu obratu zásob však vykazuje FRULIKA, a to i přes užší portfolio nabízených výrobků v porovnání s FRUJEM.

Doba obratu pohledávek z obchodních vztahů značí průměrnou splatnost pohledávek odběrateli, přičemž výhodnější je pro podnik vyjednání si co možná nejkratší doby splatnosti. Průměrná doba splatnosti obchodních pohledávek FRUJA je 60 dní s tendencí růstu. Na základě informací od vedení společnosti je to způsobeno zvyšováním počtu nových zákazníků v oblasti pekárenství, cukrářství a gastronomie, kde vládne poměrně silná konkurence. Naopak doba obratu závazků FRUJA je velmi krátká. Průměrná doba splatnosti obchodních závazků je 30 dní, společnost však řadu z nich platí dříve kvůli poskytnutým slevám za včasné splacení od svých dodavatelů.

Podle výročních zpráv FRUJA neeviduje společnost žádné závazky po lhůtě splatnosti, krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů eviduje následovně:

Tab. 39: Pohledávky po splatnosti (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv FRUJO)

	2015	2016	2017	2018	2019
Do splatnosti (v tis. Kč)	78 952	91 226	83 472	80 875	98 634
1-30 dnů po splatnosti (v tis. Kč)	8 284	9 680	10 215	12 270	16 192
30-90 dnů po splatnosti (v tis. Kč)	691	1 302	2 490	4 411	6 540
90-180 dnů po splatnosti (v tis. Kč)	118	188	109	632	582
> 180 dnů po splatnosti (v tis. Kč)	542	115	241	186	985
Celkem po splatnosti (v %)	12,20	12,37	15,64	21,64	24,64

Z tabulky vyplývá postupně se zhoršující platební morálka odběratelů, což je jedním z faktorů prodlužování ukazatele doby splatnosti pohledávek.

Konkurenční společnosti FRULIKA a ZEELANDIA také dosahují delších dob splatnosti pohledávek než závazků, poskytují tak bezúplatný obchodní úvěr svým odběratelům. To však nemusí znamenat druhotnou platební neschopnost vzhledem k jejich velikosti.

### 3.4.3 Zhodnocení finanční analýzy

Společnost díky velmi nízkému zadlužení dosahuje vysokých hodnot likvidity, což jednak hovoří ve prospěch krátkodobé finanční stability, na druhou stranu společnost zadržuje

nadměrné množství peněžních prostředků, které by při jejich využití zvýšily výnosnost společnosti. Velmi nízké zadlužení a konzervativní strategie financování poukazují na dlouhodobou finanční stabilitu a nízké finanční riziko.

Nicméně díky výše zmíněnému společnost dosahuje nižších hodnot rentabilit, zejména rentability vlastního kapitálu, jejichž hodnoty jsou nižší než hodnoty ROE sledovaných konkurenčních podniků. Hodnoty jsou však stále vyšší než průměrné hodnoty v oboru zpracování ovoce a zeleniny.

Prostor na zlepšení lze vidět také ve využitelnosti aktiv. Dlouhá doba obratu zásob však poukazuje spíše na široké portfolio výrobků než na neefektivitu využití aktiv. A to vzhledem k užšímu portfoliu konkurenční společnosti FRULIKA, která dosahuje ještě delších hodnot doby obratu zásob.

Dlouhá doba obratu pohledávek z obchodních vztahů poukazuje na vyjednávací sílu odběratelů, která v čase navíc mírně roste. To je způsobeno zvyšováním počtu nových zákazníků v oblasti pekařství, cukrářství a gastronomie, kde vládne poměrně silná konkurence. Naopak průměrná doba obratu závazků je velmi nízká. Společnost si však může vzhledem k výši peněžních prostředků dovolit splácet tak brzo, navíc má u některých dodavatelů poskytnuta skonta za včasné zaplacení.

Pro ověření zhodnocení výsledků finanční analýzy je dále použit bodovací systém, tzv. rychlý test, v jehož rámci jsou bodovány čtyři ukazatele, které jsou podle rakouského ekonoma Petra Kralicka nejdůležitější k vyhodnocení finančního zdraví podniku. Ukazatele hodnotí stránku finanční stability a výnosnosti. Znamky byly uděleny na stupnici od 1 do 5 na základě bodovací tabulky č. 1, obsažené na straně 15 v teoretických východiscích práce. Na základě provedeného testu lze finanční zdraví podniku hodnotit pozitivně, jak ukazuje následující tabulka.

Tab. 40: Rychlý test (zdroj: vlastní zpracování dle Mařík, 2018, s. 131)

Ukazatel	2015		2016		2017		2018		2019	
VK/CK	1020,8	1	541,9	1	806,3	1	803,9	1	674,1	1
Doba spl. dluhů z CF	2,00	1	0,20	1	1,25	1	-0,18	1	0,46	1
Finanční stabilita		1		1		1		1		1
ROA	10,33	3	12,16	2	12,05	2	11,49	3	8,83	3
Provozní CF/T	3,58	4	17,40	1	4,63	4	18,18	1	7,89	3
Výnosnost		3		2		2		2		3
Průměr		1,5		1,25		1,25		1,4		1,8

Z tabulky jasně vyplývá, že v oblasti finanční stability si FRUJO vede na výbornou. To je však na úkor výnosnosti, která dosahuje pouze lehce nadprůměrných až průměrných hodnot. Na základě výše provedené finanční analýzy a rychlého testu finančního zdraví, lze FRUJO hodnotit jako zdravý, a především finančně stabilní podnik.

### 3.5 SWOT analýza

Na základě předchozích analýz hodnotících vnější a vnitřní potenciál podniku je zpracována SWOT analýza. Příležitosti a hrozby vycházejí především z analýzy vnějšího potenciálu, silné a slabé stránky z analýzy vnitřního potenciálu podniku.

Tab. 41: SWOT analýza (zdroj: vlastní zpracování)

Silné stránky	Slabé stránky
dominantní postavení na tuzemském trhu v oblasti výroby ovocných polotovarů pro mlékárenský průmysl	nevyužívání výhod vyšší rentability plynoucí ze zadlužení
dlouholetá tradice výrobků na trhu	zastaralé výrobní a administrativní prostory
široký sortiment výrobků	chybějící sofistikovaný podnikový informační systém
finanční stabilita	vyjednávací síla dodavatelů
vlastní výzkumné a vývojové oddělení	formální styl vedení
kladný přístup k ekologii	
Příležitosti	Hrozby
rozšiřování nabídky chutí v BIO kvalitě	snížení spotřeby cukrářských výrobků
inovace v oboru pekárenství a cukrářství	zdražení cen vstupů v důsledku zvýšení inflace
růst spotřeby mlékárenských výrobků	nejistý vývoj měnových kurzů
	zahraniční konkurence

FRUJO je dominantním výrobcem ovocných a neovocných komponentů pro mlékárenský průmysl v České republice. Za téměř třicet let svého podnikání si vybudovalo širokou síť odběratelů zahrnující téměř všechny mlékárny v České republice. Vzhledem k rostoucí spotřebě mlékárenských výrobků v minulých letech přepokládá společnost další zvýšení dodávek pro své stávající zákazníky. Společnost se úspěšně přizpůsobuje celosvětovým trendům, které ji pomohly získat nové zákazníky především v oblasti pekárenského a cukrářského průmyslu. V tomto odvětví má příležitost získat ještě další nové odběratele.

Během roku 2021 plánuje společnost započít rozsáhlou rekonstrukci výrobních i administrativních prostor ke zvýšení reprezentativnosti navenek i větší spokojenosti

svých zaměstnanců. Vzhledem k její finanční situaci ji tato velká investice neohrozí. FRUJO je stabilní soběstačnou společností, která ke své činnosti nepotřebuje využívat explicitně úročeného dluhového financování. Velmi nízké zadlužení však snižuje potenciál vyšší ziskovosti pro vlastníky.

Velkou konkurenční výhodou společnosti je provádění vlastního výzkumu a vývoje nových technologií a receptur, který jí pomáhá držet si dominantní postavení na tuzemském trhu, ale i obstát na trhu zahraničním. Některé projekty výzkumu a vývoje také společnosti přinášejí nemalé úspory v oblasti logistiky skladů a optimalizace skladových zásob. FRUJO si zakládá na svém ekologickém přístupu, který jí přidává na atraktivitě v očích mnoha stakeholderů. Důsledně dodržuje zásady ochrany životního prostředí, kontroluje původ používaných surovin, využívá obnovitelné zdroje energie, dodává výrobky ve vratných obalech a další.

Pokles hospodářského cyklu se pravděpodobně vzhledem k charakteru společnosti výrazně jejich prodeji přímo nedotkne. Alespoň to společnost neočekává v oblasti jejího primárního odbytu v odvětví mlékárenského průmyslu. Pandemická krize však pravděpodobně způsobí pokles spotřeby cukrářských výrobků, a to jednak z důvodu uzavření restaurací, kin a obchodů a jednak z důvodu zdravějšího stravování obyvatelstva. Úbytek tržeb bude také z důvodu uzavření restaurací znát v oblasti dodávek polotovarů pro gastronomický průmysl, ten však tvoří jen nepatrnou část celkového obrátu.

Celosvětový hospodářský pokles by se však mohl společnosti dotknout zprostředkovaně prostřednictvím dodavatelů. Očekávaný růst inflace vyvolá růst vstupů. Nejistý vývoj měnových kurzů v důsledku současné krize by mohl vést ke zvýšeným nákladům na kurzové zajištění zahraničních pohledávek a závazků. Hrozbou pro společnost je také zahraniční konkurence, kterou tvoří především velké mezinárodní skupiny podniků.

Po provedení strategické a finanční analýzy lze konstatovat, že podnik splňuje předpoklady pro pokračování jeho činnosti – splňuje tzv. „going concern principle“ a lze tedy přistoupit k výnosovému ocenění.

## 4 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY

V této kapitole bude provedena analýza a prognóza generátorů hodnoty – tržby, zisková marže, investice do pracovního kapitálu a investice do dlouhodobého majetku. Předtím bude z majetku podniku vyčleněn majetek nesouvisející s běžným provozem podniku.

### 4.1 Vyčlenění neprovozního majetku

Při ocenění podniku by měla být aktiva podniku očištěna a o aktiva, která nesouvisejí se základním podnikatelským zaměřením podniku a v souvislosti s tím by pak měly být z provozního výsledku hospodaření vyloučeny výnosy a náklady plynoucí z těchto aktiv.

FRUJO se rozkládá na ploše 6 500 m<sup>2</sup>. Pozemky a stavby na této ploše plně slouží k provozní činnosti podniku. Do položky movitých věcí a jejích souborů jsou zahrnuty především výrobní stroje a automobily. Dlouhodobý nehmotný majetek tvoří pouze podnikové informační softwary. Dlouhodobý finanční majetek představuje 100 % podíl v dceřiné společnosti TVRDO s. r. o., která vznikla za účelem pronájmu movitého majetku pro FRUJO. Dlouhodobá aktiva jsou tak v celé výši ponechána ve vykazované výši.

Od sumy oběžných aktiv je vyloučena suma pohledávek za ovládající a ovládanou osobou ve výši 15 187 tis. Kč. Částka představuje pohledávku z půjčky dědicům bývalého akcionáře společnosti z roku 2015. Vzhledem k tomu, že FRUJO dosahuje vysokých hodnot okamžité likvidity, jsou dále z oběžných aktiv vyloučeny peněžní prostředky v nadbytečné výši. Pro určení provozně nutné výše peněžních prostředků bylo využito ukazatele okamžité likvidity podniku, která byla porovnána s průměrnými hodnotami okamžité likvidity potravinářských podniků v ČR a s největšími konkurenty společnosti.

Tab. 42: Okamžitá likvidita CZ-NACE 10 (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv FRUJO, FRULIKA, ZEELANDIA a dat Ministerstva průmyslu a obchodu ČR)

	2015	2016	2017	2018	2019
FRUJO	0,17	0,84	0,5	1,41	0,73
FRULIKA	0,1361	0,0002	0,0018	0,0178	0,0010
ZEELANDIA	0,01	0,30	0,68	0,74	0,46
Průměr CZ-NACE 10	0,16	0,18	0,16	0,17	0,16

FRUJO dosahuje v posledních čtyřech letech výrazně vyšší okamžité likvidity, než je tomu v oboru potravinářství v České republice a zejména v porovnání se společností FRULIKA.



Vzhledem k tomu, že hodnoty okamžité likvidity konkurence jsou velmi rozdílné a rozkolísané, bylo přikloněno k průměrným hodnotám oboru. Provozní výsledek hospodaření je očištěn o náklady a výnosy z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu.

## 4.2 Prognóza vývoje relevantního trhu a tržeb podniku

Budoucí vývoj tržeb podniku bude prognózován podle budoucího vývoje relevantního trhu, a to s pomocí matematicko-statistických metod.

### 4.2.1 Prognóza vývoje relevantního trhu

Relevantní trh podniku byl v kapitole 3.1.1 vymezen na základě nejvýznamnějších odvětví potravinářského průmyslu, na který FRUJO dodává své výrobky – mlékárenský, pekárenský a cukrářský průmysl v České republice. Stanovit relevantní trh bylo možné podle velikosti tržeb mlékárenského průmyslu (CZ-NACE 10.5) a pekárenského a cukrářského průmyslu (CZ-NACE 10.7) nebo na základě průměrné spotřeby mléčných, pekárenských a cukrářských výrobků v korunách českých.

Tab. 43: Volba relevantního trhu (zdroj: vlastní zpracování dle dat Českého statistického úřadu a Ministerstva zemědělství)

Rok	Tržby FRUJO (v tis. Kč)	Trh 1	Trh 2		
		CZ-NACE 10.5 + CZ-NACE 10.7 (v tis. Kč)	Spotřeba výrobků (v Kč/os.)	Počet obyvatel	Spotřeba výrobků (v tis. Kč)
2005	353 616	73 964 308	7 832	10 234 092	80 153 409
2006	351 630	71 890 633	8 047	10 266 646	82 615 700
2007	417 350	77 856 415	8 623	10 322 689	89 012 547
2008	411 441	76 765 316	9 521	10 429 692	99 301 097
2009	455 088	67 777 799	9 124	10 491 492	95 724 373
2010	444 006	66 508 200	9 077	10 517 247	95 465 051
2011	438 178	70 318 275	9 348	10 496 672	98 122 890
2012	533 724	69 299 809	9 869	10 509 286	103 716 144
2013	531 048	69 458 177	9 979	10 510 719	104 886 465
2014	566 432	71 509 523	10 190	10 524 783	107 257 539
2015	579 518	70 037 553	9 909	10 542 942	104 470 012
2016	646 417	69 266 152	9 965	10 565 284	105 283 055
2017	625 257	74 752 662	11 532	10 589 526	122 118 414
2018	623 753	76 223 528	12 154	10 626 430	129 153 630
2019	625 393	80 773 037	12 158	10 693 939	130 016 910
koeficient korelace		0,092	0,877		

Pro výběr vhodnějšího trhu k prognóze tržeb společnosti byla měřena lineární závislost tržeb podniku na výše uvedené dva relevantní trhy. Tržby vybraných odvětví průmyslu jsou převzaty ze studie „Panorama potravinářského průmyslu 2019“ vydanou Ministerstvem zemědělství. Spotřeba mléčných, pekárenských a cukrářských výrobků za jednotlivé roky byla spočítána jako součin průměrné spotřeby těchto výrobků na osobu a počtem obyvatel v České republice. Tyto údaje poskytuje Český statistický úřad.

Vývoj tržeb FRUJA v letech 2005-2019 není při korelačním koeficientu 0,092 téměř vůbec vysvětlován vývojem trhu 1. Naproti tomu vývojem trhu 2 jsou tržby vysvětlovány cca z 88 %, proto bude v dalším textu pracováno s daty tohoto trhu.

Pomocí Pearsonova korelačního koeficientu bylo testováno několik makroekonomických ukazatelů, k nimž je k dispozici z veřejně dostupných důvěryhodných zdrojů jejich prognóza a na jejichž základě by bylo možné pomocí regresní analýzy prognózovat vývoj trhu. Testováno bylo celkem 7 ukazatelů – růst reálného HDP, růst reálné spotřeby domácností, průměrná míra inflace, růst reálného dovozu a vývozu, zaměstnanost a růst nominální mzdy, avšak žádný z nich s trhem dostatečně nekoreluje. Korelační koeficienty ukazatelů jsou součástí přílohy č. 2.

Z tohoto důvodu byla pro prognózu trhu dále pomocí regresní analýzy testována časová řada patnácti let, a to z hlediska lineární, exponenciální, logaritmické, parabolické a odmocninné závislosti. Hodnocen byl index determinace (zkratka ID) a statistická významnost modelu na základě F-testů a t-testů (zkratka SV).

Tab. 44: Testované modely v regresní analýze (zdroj: vlastní zpracování)

Funkce	Rovnice	Parametr				
		a	b	c	SV	ID
Lineární	$Y = a + b \cdot X$	78207492,31	3117526,81		ANO	88,54%
Exponenciální	$Y = e^{(a+b \cdot X)}$	18,20	0,03		ANO	89,82%
Logaritmická	$Y = a + b \cdot \ln(x)$	5084721,03	16602544,73		ANO	76,77%
Parabolická	$Y = a + b \cdot X + c \cdot (X)^2$	82550335,23	1584758,72	95798,01	NE	89,77%
Odmocninná	$Y = \sqrt{a + b \cdot X}$	5,60608E+15	6,54785E+14		ANO	86,10%

Všechny testované modely dosahují vysokých indexů determinace v pořadí exponenciální, parabolická, lineární, odmocninná, logaritmická. Testem statistické významnosti však neprošla funkce parabolická, proto s ní už dále nebude počítáno.

Dále je hodnocena predikční schopnost těchto modelů. Z časové řady bylo odstraněno posledních pět let a opět provedena regresní analýza. Do rovnic pak byly dosazovány hodnoty za ověřované roky a zjišťovány odchylky od skutečného vývoje trhu. Tomuto testu vyhověla nejlépe lineární funkce, nejméně pak funkce logaritmická, která vývoj trhu příliš podhodnocovala. Její index determinace je navíc ze všech funkcí nejnižší, nebude proto dále brána v potaz. Výpočty k predikčnímu testu jsou obsahem přílohy č. 2.

Po dosazení do rovnic uvedených v předchozí tabulce jsou získány následující možné prognózy vývoje relevantního trhu.

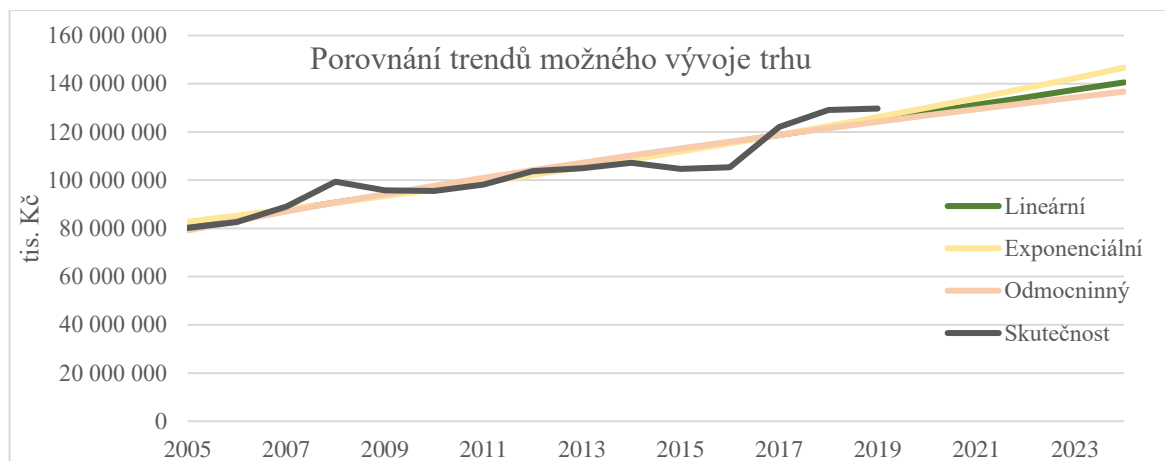
Tab. 45: Alternativní prognózy trhu pomocí regresní analýzy (zdroj: vlastní zpracování)

Rok	Skutečnost		Teoretické hodnoty					
	Relevantní trh (v tis. Kč)	Tempo růstu (v %)	Lineární funkce	Tempo růstu (v %)	Exponenciální funkce	Tempo růstu (v %)	Odmocninná funkce	Tempo růstu (v %)
2005	80 150 932	x	81 325 019	x	82 750 307	x	79 125 636	x
2006	82 615 700	3,08	84 442 546	3,83	85 280 878	15,92	83 160 395	5,10
2007	89 012 547	7,74	87 560 073	3,69	87 888 836	8,04	87 008 254	4,63
2008	99 301 098	11,56	90 677 600	3,56	90 576 547	5,28	90 693 005	4,23
2009	95 724 373	-3,60	93 795 126	3,44	93 346 451	3,89	94 233 784	3,90
2010	95 465 051	-0,27	96 912 653	3,32	96 201 060	3,06	97 646 255	3,62
2011	98 122 890	2,78	100 030 180	3,22	99 142 966	2,51	100 943 430	3,38
2012	103 716 144	5,70	103 147 707	3,12	102 174 838	2,12	104 136 262	3,16
2013	104 886 465	1,13	106 265 234	3,02	105 299 426	1,83	107 234 071	2,97
2014	107 247 539	2,25	109 382 760	2,93	108 519 568	1,61	110 244 868	2,81
2015	104 700 123	-2,38	112 500 287	2,85	111 838 183	1,43	113 175 598	2,66
2016	105 283 055	0,56	115 617 814	2,77	115 258 285	1,29	116 032 327	2,52
2017	122 118 414	15,99	118 735 341	2,70	118 782 976	1,17	118 820 393	2,40
2018	129 153 630	5,76	121 852 868	2,63	122 415 455	1,07	121 544 522	2,29
2019	129 717 641	0,44	124 970 394	2,56	126 159 018	0,99	124 208 920	2,19
2020			128 087 921	2,49	130 017 062	0,91	126 817 352	2,10
2021			131 205 448	2,43	133 993 089	0,85	129 373 203	2,02
2022			134 322 975	2,38	138 090 705	0,80	131 879 531	1,94
2023			137 440 502	2,32	142 313 630	0,75	134 339 106	1,87
Průměr 2005-2019		3,62		3,12		3,06		3,28
Průměr 2016-2019		5,69		2,66		3,06		2,35
Průměr 2020-2023				2,41		3,06		1,98

Relevantní trh rostl v minulých 15 letech v průměru o 3,62 % ročně, z toho za poslední čtyři roky vzrostl v průměru o 5,69 %. Tento vysoký růst je výrazně ovlivněn rokem 2017, kdy došlo k výraznějšímu zdražení potravin v ČR, které se týkalo jak pekařských a cukrářských výrobků, tak výrobků mléčných. V posledních dvou letech se růst trhu zpomaloval. Všechny výše uvedené trendy predikují mírně nižší růst, než tomu bylo

v minulosti. Konzervativnější růst relevantního trhu považuji za vhodný především kvůli očekávané nižší spotřebě pekárenských a cukrářských výrobků, a to jak pro nejbližší roky vzhledem k pandemii, tak především kvůli stále rostoucímu trendu zdravějšího stravování.

Pro přehlednost jsou jednotlivé možné trendy vývoje zachyceny v následujícím grafu:



Graf 1: Porovnání trendů možného vývoje trhu (zdroj: vlastní zpracování)

Pro prognózu tržeb FRUJA je zvolena střední varianta – funkce lineární, a to pro její jednoduchost a nejlepší výsledky v rámci predikčního testu. Následující tabulka udává, v jaké výši je spotřeba trhu prognózována na nejbližší čtyři roky.

Tab. 46: Prognóza trhu (zdroj: vlastní zpracování dle dat Českého statistického úřadu)

Rok	Spotřeba trhu (tis. Kč/rok)	Tempo růstu trhu (v %)	Průměrný růst (v %)
2020	132 947 610	2,94	2,41
2021	136 178 237	2,43	
2022	139 419 279	2,38	
2023	142 653 807	2,32	

#### 4.2.2 Prognóza vývoje tržeb podniku

Tržby podniku jsou prognózovány na základě součinu prognózovaných hodnot vývoje relevantního trhu a tržního podílu podniku na tomto trhu. Tržní podíl FRUJA na spotřebě mléčných, pekárenských a cukrářských výrobků se v období let 2005 až 2019 pohyboval v rozmezí 0,41 – 0,61 %.

Tab. 47: Minulý vývoj tržeb a tržního podílu podniku (zdroj: vlastní zpracování)

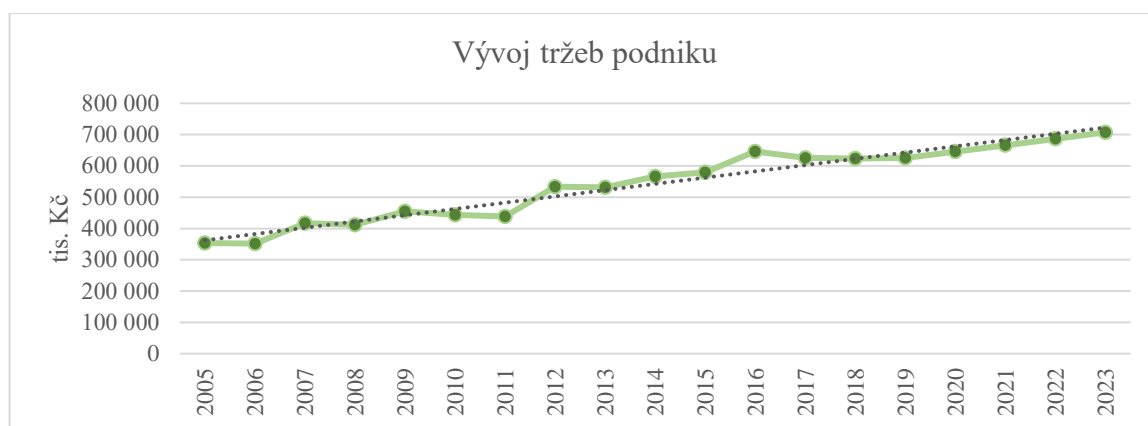
Rok	Relevantní trh (tis. Kč)	Růst trhu (v %)	Tržby podniku (tis. Kč)	Růst tržeb podniku (v %)	Podíl na trhu (v %)	Růst tržního podílu (v %)
2005	80 150 932	x	353 616	x	0,44	x
2006	82 615 700	3,08	351 630	-5,56	0,43	-3,53
2007	89 012 547	7,74	417 350	18,69	0,47	10,16
2008	99 301 098	11,56	411 441	-1,41	0,41	-11,63
2009	95 724 373	-3,60	455 088	10,61	0,48	14,74
2010	95 465 051	-0,27	444 006	-2,43	0,47	-2,17
2011	98 122 890	2,78	438 178	-1,31	0,45	-3,98
2012	103 716 144	5,70	533 724	21,81	0,51	15,24
2013	104 886 465	1,13	531 048	-0,50	0,51	-1,61
2014	107 247 539	2,25	566 432	6,66	0,53	4,31
2015	104 700 123	-2,38	579 518	2,31	0,55	4,80
2016	105 283 055	0,56	646 417	11,54	0,61	10,93
2017	122 118 414	15,99	625 257	-3,27	0,51	-16,61
2018	129 153 630	5,76	623 753	-0,24	0,48	-5,67
2019	129 717 641	0,44	625 393	0,26	0,48	-1,17
Průměr 2005-2019		3,62		4,44		5,70

Pro prognózu tržeb bude předpokládáno, že tržní podíl společnosti bude mírně růst vzhledem k tomu k pevnému konkurenčnímu postavení na relevantním trhu a prostoru pro získání nových zákazníků v oborou pekárenství a cukrářství, až se tržní podíl stabilizuje ve výši 0,5 %.

Tab. 48: Prognóza tržeb podniku (zdroj: vlastní zpracování)

Rok	Relevantní trh (tis. Kč)	Růst trhu (v %)	Tržby podniku (tis. Kč)	Index růstu tržeb podniku	Podíl na trhu (v %)	Index růstu tržního podílu
2020	132 947 610	2,49	647 740	3,21	0,49	1,0107
2021	136 178 237	2,43	670 513	3,15	0,49	1,0107
2022	139 419 279	2,38	693 748	3,10	0,49	1,0107
2023	142 653 807	2,32	717 367	3,04	0,50	1,0107
Průměr		2,41		3,12		1,0107

V minulosti tržby podniku rostly v průměru o 4,44 %, do budoucna by podle prognózy mohly růst mírněji, a to v průměru o 3,12 %. Minulý vývoj tržeb a prognózu pro nejbližších pět let přehledně zobrazuje následující graf:



Graf 2: Vývoj tržeb podniku (zdroj: vlastní zpracování)

### 4.3 Zisková marže

Zisková marže představuje podíl korigovaného provozního výsledku hospodaření (KPVH) a tržeb. Pro výpočet bude použit KPVH před odpisy, protože prognóza odpisů bude zpracování až v rámci prognózy investic do dlouhodobého majetku.

Tab. 49: Zisková marže 2015-2019 (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv FRUJO)

	2015	2016	2017	2018	2019
KPVH (v tis. Kč)	62 964	91 606	89 831	96 317	77 451
Tempo růstu (v %)	x	45,49	-1,94	7,22	-19,59
Průměrné tempo růstu (v %)	7,80				
Zisková marže (v %)	10,86	14,17	14,37	15,44	12,38
Průměrná zisková marže (v %)	13,45				

Zisková marže se ve sledovaném období pohybovala mezi 10,86 – 15,44 %. Pokles v roce 2019 je ovlivněn především zvýšením nákladů na opravy výrobních prostor a výrobních zařízení společnosti. Zisková marže bude pro následující období plánovaná shora i zdola.

#### 4.3.1 Prognóza ziskové marže shora

Prognóza ziskové marže shora vychází z jejího minulého vývoje a zdůvodněného vývoje budoucího, jenž by měl být v souladu s konkurenční pozicí podniku, neboť právě intenzita konkurence zásadně ovlivňuje ziskovost podnikání (Mařík a kol., s. 154).

Z Porterovi analýzy vypracované v rámci analýzy strategické vyplynulo následující:

- Počet přímých konkurentů je nízký. Zahraniční konkurence je však silná.
- Vyjednávací síla dodavatelů je spíše vysoká.

- c. Vyjednávací síla odběratelů je spíše nízká.
- d. Velikost bariér vstupu do odvětví jsou vysoké.
- e. Možnosti substituce výrobků nejsou.

Mimo výše uvedené působí FRUJO na stagnujícím trhu se stabilní poptávkou po jejích produktech. Do budoucna je očekáváno udržení si stávající konkurenční pozice. Provozní zisková marže je plánovaná pro nejbližší čtyři roky v průměrné výši srovnatelné s minulým sledovaným obdobím.

Tab. 50: Prognóza ziskové marže shora (zdroj: vlastní zpracování)

	2020	2021	2022	2023
KPVH (v tis. Kč)	82 750	84 774	86 736	88 609
Tempo růstu (v %)	12,43	2,48	2,35	2,20
Průměrné tempo růstu (v %)	4,87			
Zisková marže (v %)	13,49	13,40	13,31	13,20
Průměrná zisková marže (v %)	13,35			

#### 4.3.2 Prognóza ziskové marže zdola

Provozní zisková marže zdola vychází z plánování hlavních nákladových položek, kterými jsou výkonová spotřeba a osobní náklady. Jejich podíl na tržbách v minulosti tvořil přibližně 85 % z tržeb.

Tab. 51: Vývoj hlavních nákl. položek 2015-2019 (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv FRUJO)

	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby (v tis. Kč)	579 518	646 417	625 257	623 753	625 398
Tempo růstu (v %)	x	11,54	-3,27	-0,24	0,26
Průměrné tempo růstu (v %)	1,92				
Spotřeba materiálu a energií (v tis. Kč)	384 409	419 961	403 309	382 310	388 380
Podíl na tržbách (v %)	66,33	64,97	64,50	61,29	62,10
Tempo růstu (v %)	x	-2,06	-0,72	-4,98	1,32
Průměrné tempo růstu (v %)	0,26				
Služby (v tis. Kč)	67 346	66 874	61 288	65 974	76 730
Podíl na tržbách (v %)	11,62	10,35	9,80	10,58	12,27
Tempo růstu (v %)	x	-10,98	-5,25	7,91	16,00
Průměrné tempo růstu (v %)	3,31				
Osobní náklady (v tis. Kč)	64 799	67 976	70 829	79 152	82 837
Podíl na tržbách (v %)	11,18	10,52	11,33	12,69	13,25
Tempo růstu (v %)	x	4,90	4,20	11,75	4,66
Průměrné tempo růstu (v %)	6,33				
KPVH (v tis. Kč)	62 964	91 606	89 831	96 317	77 451
Zisková marže (v %)	10,86	14,17	14,37	15,44	12,38
Průměrná zisková marže (v %)	13,45				

Spotřeba materiálu a energií ve sledovaném období klesala, v roce 2019 naopak mírně vzrostla, a to v souladu s mírným nárůstem tržeb. Do budoucna očekávám nárůst podílu této nákladové položky na tržbách z důvodu očekávaného zdražení ceny cukru. Služby jsou plánovány v průměrné výši za roky 2015-2018. Výše služeb v roce 2019 byla ojedinělá a do dalších let se nepředpokládají takto vysoké náklady na opravu výrobních prostor a zařízení.

Dalším významným faktorem, který ovlivňuje ziskovou marži je výše osobních nákladů, která je dána především vzájemným poměrem sil mezi zaměstnavatelem a zaměstnancem a situací na trhu práce. Osobní náklady se v minulém sledovaném období pohybovaly v rozmezí 10,52 – 13,25 % na tržbách společnosti, přičemž od roku 2016 se tento podíl zvyšoval. V tomto období osobní náklady každoročně rostly přibližně 4–5 %, s výjimkou rychlejšího růstu v roce 2018, kdy došlo k vyššímu nárůstu počtu pracovníků. Osobní náklady na zaměstnance meziročně rostly, v roce 2019 však jejich výše stagnovala (viz tabulka č. 22 v podkapitole Analýza vnitřního potenciálu). Vzhledem k predikovanému růstu míry nezaměstnanosti a stagnaci nákladů na zaměstnance v posledním sledovaném roce odhaduji, že podíl osobních nákladů na poroste, ale pomalejším tempem než doposud.

Tab. 52: Prognóza ziskové marže zdola (zdroj: vlastní zpracování)

	2020	2021	2023	2024
Tržby (v tis. Kč)	645 452	665 764	686 381	707 221
Tempo růstu (v %)	3,21	3,15	3,10	3,04
Průměrné tempo růstu (v %)	3,09			
Spotřeba materiálu a energií (v tis. Kč)	403 408	416 103	428 988	442 013
Podíl na tržbách (v %)	62,50	62,50	62,50	62,50
Tempo růstu (v %)	3,87	3,15	3,10	3,04
Průměrné tempo růstu (v %)	3,29			
Služby (v tis. Kč)	68 330	69 814	71 290	72 747
Podíl na tržbách (v %)	10,59	10,49	10,39	10,29
Tempo růstu (v %)	-10,95	2,17	2,11	2,04
Průměrné tempo růstu (v %)	-1,32			
Osobní náklady (v tis. Kč)	86 635	90 608	94 762	99 107
Podíl na tržbách (v %)	13,42	13,61	13,81	14,01
Tempo růstu (v %)	4,59	4,59	4,59	4,59
Průměrné tempo růstu (v %)	4,59			
KPVH (v tis. Kč)	87080	89240	91341	93354
Zisková marže (v %)	12,43	2,48	2,35	2,20
Průměrná zisková marže (v %)	13,35			



## 4.4 Analýza a prognóza čistého pracovního kapitálu

Čistým pracovním kapitálem (ČPK) se pro účely ocenění rozumí suma oběžných aktiv ponížená o neúročený cizí kapitál, přičemž všechny položky jsou započítány pouze v rozsahu provozně nutném. Pro analýzu a prognózu čistého pracovního kapitálu je zjišťována náročnost výkonů na jednotlivé složky čistého pracovního kapitálu v minulosti. K tomu je použit ukazatel doby obratu ve dnech.

Tab. 53: Doba obratu položek ČPK v minulosti (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv FRUJO)

	2015	2016	2017	2018	2019
Zásoby	98,6	83,6	100,7	96,0	101,7
Pohledávky (celkem)	66,0	64,2	66,1	61,7	80,5
Krátkodobé závazky (neúročené)	23,2	33,8	20,6	18,7	27,7
- z obchodních vztahů	18,5	27,4	14,8	12,8	22,4
- za zaměstnanci + soc. a zdrav. Pojištění	3,9	4,2	3,9	4,4	3,5
- stát – daňové závazky a dotace	0,5	1,8	1,0	1,0	0,4
- ostatní	1,6	0,1	1,3	0,6	1,3
Dlouhodobé závazky (neúročené)	6,7	4,9	4,0	2,8	1,8

Doba obratu zásob je plánována mírně vyšší, protože podnik v souvislosti s pandemií očekává více vyrábět tzv. „do zásoby“, kdyby došlo k nucenému omezení výroby.

Doba obratu pohledávek v roce 2019 výrazně vzrostla, což bylo dáno zvýšením stavu pohledávek do splatnosti i po splatnosti, a tedy zhoršující se platební morálkou odběratelů. V roce 2020 je očekáváno setrvání na stávající úrovni, poté postupné snižování doby obratu a přibližování se tak době obratu pohledávek svých konkurentů.

Splatnost závazků z obchodních vztahů se drží v porovnání s konkurencí na nízké úrovni, a to především kvůli nasmlouvaným skontům. V roce 2020 očekávám mírný nárůst, a to v souladu s nárůstem zásob.

Doba obratu závazků za zaměstnanci, institucemi sociálního a zdravotního pojištění a státem je plánována na průměrné úrovni minulých pěti let. Doba obratu ostatních krátkodobých závazků a doba obratu dlouhodobých závazků je ponechána ve výši posledního známého roku.

Tab. 54: Plánovaná doba obratu položek ČPK (zdroj: vlastní zpracování)

	2020	2021	2022	2023
Zásoby	102,00	102,00	102,00	102,00
Pohledávky (celkem)	80,5	80	79	78
Krátkodobé závazky (neúročené)	29,2	29,2	29,2	29,2
- z obchodních vztahů	23,0	23,0	23,0	23,0
- za zaměstnanci + soc. a zdrav. Pojištění	4,0	4,0	4,0	4,0
- stát – daňové závazky a dotace	0,9	0,9	0,9	0,9
- ostatní	1,3	1,3	1,3	1,3
Dlouhodobé závazky (neúročené)	1,8	1,8	1,8	1,8

Tabulka níže obsahuje položky pracovního kapitálu v minulých pěti letech, upravených pro účely ocenění.

Tab. 55: Pracovní kapitál v minulosti (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv FRUJO)

	2015	2016	2017	2018	2019
Zásoby	156 505	148 118	172 573	164 131	174 210
Pohledávky	104 842	113 688	113 235	105 386	137 955
Peněžní prostředky provozně nutné	1 053	12 304	4 889	14 896	8 967
Časové rozlišení aktivní	10 902	8 519	5 806	3 698	1 787
Dlouhodobé závazky	10 713	8 659	6 877	4 864	3 068
Krátkodobé závazky	24 152	69 922	57 842	62 020	72 472
- z obchodních vztahů	29 413	48 601	25 409	21 808	38 347
- za zaměstnanci + soc. a zdrav. poj.	6 265	7 472	6 610	7 596	5 950
- stát – daňové závazky a dotace	739	3 242	1 774	1 726	610
- ostatní	425	607	1 549	865	2 552
Časové rozlišení pasivní	0	0	411	0	1 854
Upravený pracovní kapitál	238 437	204 048	231 373	221 227	245 525

Peněžní prostředky budou plánovány v provozně nutné výši stanovené na základě okamžité likvidity, jak bylo určeno v kapitole Vyčlenění neprovozního majetku.

Položky časového rozlišení aktivního měly v minulosti klesající tendenci. To bylo dáno postupným dobíháním leasingových splátek od dceřiné společnosti. Poslední splátka proběhne během roku 2021 a poté už společnost neplánuje financovat svůj majetek finančním leasingem. Proto je plánovaná klesající výše těchto položek i do budoucna. Časové rozlišení pasivní je plánováno v průměrné výši minulých pěti let.

Tab. 56: Plánovaný pracovní kapitál (zdroj: vlastní zpracování)

	2020	2021	2022	2023
Zásoby	180 373	186 049	191 811	197 634
Pohledávky	142 353	145 921	148 559	151 132
Peněžní prostředky provozně nutné	8 786	9 063	9 344	9 627
Časové rozlišení aktivní	893,5	178,7	89,35	89,35
Dlouhodobé závazky	3 183	3 283	3 385	3 488
Krátkodobé závazky	51 685	53 312	54 963	56 631
- z obchodních vztahů	40 672	41 952	43 251	44 565
- za zaměstnanci + soc. a zdrav. poj.	7 053	7 275	7 500	7 728
- stát – daňové závazky a dotace	1 661	1 714	1 767	1 820
- ostatní	2 299	2 371	2 445	2 519
Časové rozlišení pasivní	453	453	453	453
Upravený pracovní kapitál	277 085	284 164	291 002	297 911

Pro srovnání s minulým obdobím a zhodnocení prognózy, slouží koeficient náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál. Do budoucna je očekáváno jeho zvýšení.

Tab. 57: Koeficienty růstu tržeb na růst PK (zdroj: vlastní zpracování)

	2015-2019	2020-2023
Přírůstek tržeb (v tis. Kč)	45 880	61 769
Přírůstek pracovního kapitálu (v tis. Kč)	7 089	20 826
Koeficient náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál (v %)	15,45	33,72

## 4.5 Analýza a prognóza dlouhodobého majetku

Jak bylo uvedeno v kapitole Vyčlenění neprovozního majetku, společnost využívá všechny dlouhodobý hmotný, nehmotný a finanční majetek ke svému provozu. K naplňování výše jednotlivých položek je třeba určit náročnost růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku.

Pro jednotlivé položky majetku (dlouhodobý nehmotný majetek, stavby a samostatné movité věci a jejich soubory) byla spočítána investiční náročnost a také investiční náročnost největších konkurentů. Postupy výpočtů jsou součástí přílohy č. 3.

Ostatní neodpisovaný dlouhodobý majetek – pozemky a dlouhodobý finanční majetek budou do budoucna plánovány ve stávající výši.

### Dlouhodobý nehmotný majetek

Společnost do dlouhodobého nehmotného majetku v posledních pěti letech neinvestovala a investiční náročnost je tedy záporná. Se zápornou investiční náročností do budoucna počítat

nelze, proto byla časová řada pro výpočet investiční náročnosti prodloužena o tři roky. Za stejnou časovou řadu byla spočítána také investiční náročnost konkurence.

Tab. 58: Investiční náročnost dlouhodobého nehmotného majetku (zdroj: vlastní zpracování)

Společnost	Koeficient náročnosti (v %)	Výše investic (v tis. Kč)
FRUJO	0,28 %	230
FRULIKA	1,20 %	-
ZEELANDIA	-0,11 %	-

FRUJO se svou investiční náročností do dlouhodobého nehmotného majetku nijak výrazně neodchyluje od hodnot svých konkurentů. Vzhledem k tomu, že informace o plánech investování do dlouhodobého nehmotného majetku nejsou k dispozici, jsou investice naplánovány podle investiční náročnosti podniku ve výši 230 tis. Kč a rozloženy rovnoměrně v následujících čtyřech letech plánu. Odpisy jsou plánovány ve výši jedné čtvrtiny z pořizovací hodnoty majetku k 1.1. daného roku. Podrobný výpočet je obsahem přílohy č. 4.

### Hmotné movité věci a jejich soubory

V rámci položky hmotné věci a jejich soubory společnost eviduje převážně výrobní stroje, do kterých každoročně investuje (viz podkapitola Analýza vnitřního potenciálu). Výpočty investiční náročnosti za společnost i konkurenci jsou opět obsažené v příloze č. 3 a výsledné hodnoty jsou následující:

Tab. 59: Investiční náročnost hmotných movitých věcí (zdroj: vlastní zpracování)

Společnost	Koeficient náročnosti (v %)	Výše investic (v tis. Kč)
FRUJO	20,34	16 643
FRULIKA	-20,83	-
ZEELANDIA	10,25	-

Investiční náročnost do hmotných movitých věcí je u společnosti FRUJO v porovnání s konkurencí nejvyšší. Vysokou investiční náročnost ovlivnily hlavně roky 2016 a 2017, kdy společnost začala upouštět od využívání pronájmu svých zařízení dceřinou společností a začala zařízení více nakupovat do svého majetku. Investiční náročnost je tak počítána opět z prodloužené časové řady, aby se vyrovnaly silné roky 2016 a 2017. Investice ve výši 16 643 tis. Kč budou rovnoměrně rozloženy do budoucích čtyřech let. Odpisy jsou plánovány ve výši jedné šestiny z pořizovací hodnoty majetku k 1.1. daného roku. Podrobný výpočet je obsahem přílohy č. 4.

## Stavby

Taktéž pro stavby byla spočítána investiční náročnost za společnost a její konkurenty (viz příloha č. 3).

Společnost	Koeficient náročnosti (v %)	Výše investic (v tis. Kč)
FRUJO	-64,45	-
FRULIKA	7,26	-
ZEELANDIA	27,91	-

Společnost do staveb v posledních minimálně osmi letech neinvestovala, popřípadě jen do výše odpisů a její investiční náročnost je tedy záporná a nelze ji tak použít pro prognózu výše investic do budoucna. Alternativou by mohlo být využít kladné hodnoty investiční náročnosti konkurence. FRUJO však plánuje během roku 2021 započít rozsáhlou rekonstrukci jak výrobních, tak administrativních budov v celkové odhadované výši 40 000 tis. Kč s plánovaným ukončením v roce 2023. Pro větší reálnost ocenění bude využita tato informace a investice budou naplánovány v odhadované výši s rovnoměrným rozložením během tří let. Odpisy jsou plánovány až po zařazení technického zhodnocení do užívání, tj. od počátku roku 2024. Podobnější výpočet je opět součástí přílohy č. 4.

## Prognóza dlouhodobého majetku

K výše naplánovanému dlouhodobému majetku je doplněn plán pozemků a dlouhodobého finančního majetku, jenž zůstane ve stávající výši, tj. pozemky ve výši 3 047 tis. Kč a dlouhodobý finanční majetek ve výši 9 000 tis. Kč.

Tab. 60: Prognóza dlouhodobého majetku (zdroj: vlastní zpracování)

	2019	2020	2021	2022	2023
Odpisy	23 146	23 146	25 011	27 192	29 744
Zůstatková hodnota	204 420	208 638	226 190	243 742	261 294
Celkové investice netto do DM		4 218	17 552	17 552	17 552
Celkové investice brutto do DM		27 364	42 563	44 744	47 295

## 4.6 Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu

Po dokončení prognózy generátorů hodnoty je vhodné provést analýzu rentability provozně nutného investovaného kapitálu za minulost a porovnat ji s budoucími hodnotami, a analyzovat jejich přiměřenost. Vedle toho, má-li podnik splňovat předpoklad neomezeného trvání, měl by dlouhodobě dosahovat rentability investovaného kapitálu

vyšší nebo alespoň na stejné úrovni jako náklady jeho kapitálu, které budou stanoveny v pozdější fázi oceňovacího procesu.

Rentabilita investovaného kapitálu je poměrem ziskové marže (počítané po odpisech a po 19 % dani) a obratu investovaného kapitálu.

Tab. 61: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu 2015-2019 (zdroj: vlastní zpracování)

	2015	2016	2017	2018	2019
KPVH po odpisech a dani (v tis. Kč)	45 559	58 992	57 329	56 250	41 668
Zisková marže po odpisech a dani (v %)	7,86	9,13	9,17	9,02	6,66
Průměrné tempo růstu KPVH (v %)	-2,21				
Investovaný kapitál k 31.12.(v tis. Kč)	467 995	430 100	467 459	442 498	453 853
Obrat investovaného kapitálu (ve dnech)	-	1,24	1,50	1,34	1,41
Rentabilita investovaného kapitálu (v %)	-	11,30	13,78	12,06	9,39

Ve sledovaném období byla rentabilita investovaného kapitálu nejvyšší v roce 2017, poté klesala, přičemž v roce 2019 byl pokles výraznější. To bylo dáno nižší ziskovou marží, která byla ovlivněna zvýšenou výkonovou spotřebou – viz podkapitola Prognóza ziskové marže. To bylo také příčinou průměrného klesajícího tempa růstu KPVH.

Tab. 62: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu 2020-2023 (zdroj: vlastní zpracování)

	2020	2021	2022	2023
KPVH po odpisech a dani (v tis. Kč)	48 279	48 408	48 231	47 681
Zisková marže po odpisech a dani (v %)	7,48	7,27	7,03	6,74
Průměrné tempo růstu KPVH (v %)	3,43			
Investovaný kapitál k 31.12.(v tis. Kč)	484 255	511 540	535 967	560 465
Obrat investovaného kapitálu (ve dnech)	1,42	1,37	1,34	1,32
Rentabilita investovaného kapitálu (v %)	10,64	10,00	9,43	8,90

Pro prognózované období se očekává nárůst rentability investovaného kapitálu oproti roku 2019, a to vzhledem k plánovanému nárůstu ziskové marže. Poté bude rentabilita investovaného kapitálu mírně klesat, aby se přiblížila nákladům kapitálu, jehož výpočtu se věnuje pozdější kapitola. Sazba daně z příjmu je plánovaná ve výši 19 %. Obrat investovaného kapitálu ani zisková marže se od minulosti výrazně neodklonily, lze tedy rentabilitu investovaného kapitálu považovat za přiměřenou.

## 5 NÁVRH FINANČNÍHO PLÁNU

Finanční plán bude vycházet z výše prognózovaných generátorů hodnoty a bude doplněn o méně významné položky, aby byla zajištěna jeho kontinuita s účetními výkazy minulých let. Finanční plán se skládá z plánovaného výkazu zisku a ztráty, rozvahy a výkazu o peněžních tocích. Členění těchto výkazů neodpovídá plně účetním výkazům, ale je upraveno pro potřeby ocenění.

### 5.1 Plán tržeb a nákladů

Výkony a hlavní nákladové položky (výkonová spotřeba a osobní náklady) byly plánovány již při prognóze tržeb a ziskové marže a plán odpisů byl součástí prognózy dlouhodobého majetku. Následující plánovaný výkaz zisku a ztráty je doplněn o ostatní, méně významné položky. Aktivace a změna stavu zásob vlastní činnosti se objevovaly ve všech minulých letech v proměnlivé výši a pro nejbližší roky byly naplánovány ve výši průměrného podílu na tržbách. Stejně byly naplánovány také jiné provozní výnosy, daně a poplatky a jiné provozní náklady. Nákladové rezervy a opravné položky plánovány nejsou.

Tab. 63: Plán tržeb a nákladů (zdroj: vlastní zpracování)

v tis. Kč	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Hlavní činnost</b>					
Výkony	625 398	645 452	665 764	686 381	707 221
Výkonová spotřeba	465 110	471 737	485 917	500 278	514 760
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-7 460	-4 972	-5 128	-5 287	-5 448
Aktivace	-5 319	-5 187	-5 351	-5 516	-5 684
Osobní náklady	82 837	86 635	90 608	94 762	99 107
Odpisy	23 146	23 146	25 011	27 192	29 744
Zůstatky nákl. rezerv a opravné položky	-3 600	0	0	0	0
Jiné provozní výnosy	232	4 684	4 831	4 981	5 132
Daně a poplatky	703	887	915	944	972
Jiné provozní náklady	18 771	18 286	18 861	19 445	20 036
KPVH po odpisech před zdaněním	51 442	59 604	59 763	59 544	58 866
<b>Náklady na cizí kapitál</b>					
Nákladové úroky	600	500	500	500	500
<b>Vedlejší činnost</b>					
Výnosové úroky	715	389	0	0	0
<b>Celkový výsledek hospodaření</b>					
Celkový výsledek hospodaření před daní	51 557	59 493	59 263	59 044	58 366
Daň 19 %	9 594	11 304	11 260	11 218	11 089
VH za účetní období po dani	41 963	48 189	48 003	47 826	47 276

Nákladové úroky vznikly v plné výši ze závazku vůči dceřiné společnosti, jenž je úročen ve výši 2 % p. a. Za předpokladu převzetí tohoto závazku do dalších let plánu ve výši z posledního známého roku, budou nákladové úroky v následujících letech plánu ve výši 500 tis. Kč.

Vedlejší činností jsou myšleny náklady a výnosy spojené s neprovozní činností podniku. V případě FRUJA jsou takovými pouze výnosové úroky z půjčky poskytnuté dědicům bývalého akcionáře společnosti. Společnost očekává, že v průběhu roku 2020 bude půjčka zcela splacena. Výše úroků v tomto roce je vypočítána jako součin úrokové sazby z předešlého roku (výše půjčky k 1.1.2019 a výše úroků za rok 2018) a výše půjčky k 31.12.2019. Daň z příjmů je pro všechny roky plánu ponechána ve výši 19 %.

## 5.2 Plánovaná rozvaha

Plánovaná rozvaha vychází z prognózy dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu.

Tab. 64: Plánovaná rozvaha – aktiva (zdroj: vlastní zpracování)

v tis. Kč	2019	2020	2021	2022	2023
<b>AKTIVA CELKEM</b>	587148	595046	612053	639895	667451
<b>Dlouhodobý majetek</b>	205260	209478	227030	244582	262134
Dlouhodobý nehmotný majetek	608	666	723	781	838
Dlouhodobý hmotný majetek	195 652	199 813	217 307	234 801	252 295
Pozemky	3 047	3 047	3 047	3 047	3 047
Stavby	136 712	136 712	150 045	163 379	176 712
Hmotné movité věci	55 053	60 045	64 206	68 366	72 527
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	9	9	9	9	9
Nedokončený DHM	423	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na DHM	408	0	0	0	0
Dlouhodobý finanční majetek	9 000	9 000	9 000	9 000	9 000
Provozně potřebný	9 000	9 000	9 000	9 000	9 000
Provozně nepotřebný	0	0	0	0	0
<b>Oběžná aktiva</b>	380 101	384 674	387 245	397 624	407 628
Zásoby	174 210	180 373	181 465	187 084	192 765
Pohledávky	153 142	142 353	145 921	148 559	151 132
Provozně potřebné	137 955	142 353	145 921	148 559	151 132
Provozně nepotřebné	15 187	0	0	0	0
Peníze	52 749	61 948	57 459	59 580	61 331
Provozně potřebné	8 967	9 087	7 881	8 125	8 372
Provozně nepotřebné	43 782	52 861	49 578	51 455	52 959
<b>Časové rozlišení aktivní</b>	1 787	894	179	89	89



Výše hlavních položek aktiv je přebrána z plánu dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu, pouze výše provozně nepotřebných peněz je doplněna z níže zpracovaného plánovaného výkazu peněžních toků. Jiný dlouhodobý hmotný majetek, nedokončený DHM a poskytnuté zálohy na DHM byly ponechány ve výši posledního známého roku. Provozně nepotřebné pohledávky byly z provozně nutného majetku vyloučeny, proto nejsou plánovány.

Tab. 65: Plánovaná rozvaha – pasiva (zdroj: vlastní zpracování)

v tis. Kč	2019	2020	2021	2022	2023
<b>PASIVA CELKEM</b>	587 148	595 046	612 053	639 895	667 451
<b>Vlastní kapitál</b>	509 683	512 872	536 874	563 178	589 180
Základní kapitál	36 500	36 500	36 500	36 500	36 500
Výsledek hospodaření minulých let	431 066	428 183	454 771	481 252	507 804
VH běžného účetního období	42 117	48 189	48 003	47 826	47 276
<b>Cizí zdroje</b>	75 611	81 721	74 727	76 264	77 818
Rezervy	71	71	71	71	71
Dlouhodobé závazky	3 068	3 183	3 283	3 385	3 488
Krátkodobé závazky	72 472	78 467	71 373	72 808	74 259
Závazky za ovládající a ovl. osobou	25 000	25 000	25 000	25 000	25 000
Krátkodobé přijaté zálohy	13	13	13	13	13
Bankovní úvěry	0	0	0	0	0
Závazky z obchodních vztahů	38 347	42 441	35 000	36 084	37 180
Závazky k zaměstnancům a závazky ze soc. a zdrav. poj.	5 950	7 053	7 275	7 500	7 728
Stát – daňové závazky a dotace	610	1 661	1 714	1 767	1 820
Ostatní	2 552	2 299	2 371	2 445	2 519
<b>Časové rozlišení pasivní</b>	1 854	453	453	453	453

Výše položek cizích zdrojů s výjimkou rezerv, krátkodobých přijatých záloh, závazků za ovládající a ovládanou osobou vychází z prognózy pracovního kapitálu. Rezervy jsou do plánu přeneseny ve stávající výši posledního známého roku. Krátkodobé přijaté zálohy jsou ponechány ve stávající výši. Závazky za ovládanou a ovládající osobou představují jediný úročený závazek společnosti, který společnost v nejbližších letech neplánuje splatit, proto je pro nejbližší roky ponechán také ve stávající výši. Financování bankovními úvěry společnost již třetím rokem nevyužívá, ani pro nejbližší roky využívat neplánuje.

Základní kapitál byl ponechán ve stávající výši. Kapitálové fondy a fondy ze zisku v minulosti tvořeny nebyly, proto plánovány nejsou. Výsledek hospodaření za účetní období a výsledek hospodaření minulých let vychází z plánu peněžních toků.

### 5.3 Plánovaný výkaz o peněžních tocích

Plánovaný výkaz o peněžních tocích vychází z výše zpracovaného plánovaného výkazu zisku a ztráty a plánované rozvahy. Výkaz je sestaven pro účely ocenění v členění na peněžní tok z provozního majetku, neprovozního majetku a z finanční činnosti.

Tab. 66: Plánovaný výkaz o peněžních tocích (zdroj: vlastní zpracování)

	2019	2020	2021	2022	2023
Stav peněžních prostředků na počátku období	87 626	52 749	61 948	57 459	59 580
<b>PROVOZNÍ ČINNOST</b>					
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	51 442	59 604	59 763	59 544	58 866
Daň připadající na korigovaný VH	9 774	11 325	11 355	11 313	11 184
Korigovaný provozní VH po dani	41 668	48 279	48 408	48 231	47 681
Úpravy o nepeněžní operace	18 972	23 146	25 011	27 192	29 744
Odpisy dlouhodobého majetku	23 146	23 146	25 011	27 192	29 744
Změna zůstatků rezerv a opravných položek	-4174	0	0	0	0
Úpravy oběžných aktiv	-17 575	10 113	-11 039	-6 733	-6 802
Změna stavu pohledávek	-19 859	10 789	-3 568	-2 638	-2 573
Změna stavu krátkodobých závazků	10 452	5 995	-7 094	1 436	1 451
Změna stavu zásob	-10 079	-6 163	-1 092	-5 619	-5 680
Změna stavu ČR aktivního	1 911	894	715	89	0
Změna stavu ČR pasivního	1 854	-1 401	0	0	0
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	43 065	81 538	62 380	68 690	70 623
<b>INVESTIČNÍ ČINNOST</b>					
Nabytí dlouhodobého majetku	-12042	-27 364	-42 563	-44 744	-47 295
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	-12042	-27 364	-42 563	-44 744	-47 295
<b>PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZ. MAJETKU</b>	<b>31 284</b>	<b>54 174</b>	<b>19 817</b>	<b>23 947</b>	<b>23 327</b>
Nákladové úroky	-600	-500	-500	-500	-500
<b>NEPROVOZNÍ ČINNOST</b>					
Příjmy z neprovozního majetku	895	410	95	95	95
Výnosové úroky	715	389	0	0	0
Diference v platbě daně oproti dani z KPVH	180	21	95	95	95
<b>PENĚŽNÍ TOK Z NEPROVOZ. MAJETKU</b>	<b>895</b>	<b>410</b>	<b>95</b>	<b>95</b>	<b>95</b>
<b>FINANČNÍ ČINNOST</b>					
Změna stavu dlouhodobých závazků	-1 796	115	100	102	103
Výplata dividend a podílů ze zisku	-70 637	-45 000	-21 601	-21 522	-21 274
<b>PENĚŽNÍ TOK Z FINANČNÍ ČINNOSTI</b>	<b>-72 433</b>	<b>-44 885</b>	<b>-21 501</b>	<b>-21 420</b>	<b>-21 171</b>
<b>PENĚŽNÍ TOK CELKEM</b>	<b>-34 877</b>	<b>9 199</b>	<b>-2 089</b>	<b>2 122</b>	<b>1 751</b>
Stav peněžních prostředků na konci období	52 749	61 948	57 459	59 580	61 331

Pro kompletní sestavení je pak třeba určit výplatu dividend, které budou v následujících letech vypláceny vlastníkům podniku. Výplatní poměr v minulých pěti letech zachycuje následující tabulka.

Tab. 67: Výplatní poměr 2015-2019 (zdroj: vlastní zpracování)

	2015	2016	2017	2018	2019
VH za běžné účetní období (v tis. Kč)	43 650	60 130	55 383	57 871	42 117
Vyplacené dividendy (v tis. Kč)	-23946	-32738	-43855	-44306	-70637
Výplatní poměr (v %)	54,86	54,45	79,18	76,56	167,72

Výplatní poměr v posledních třech letech vzrostl, přičemž v roce 2019 dosahovat více než 1,5násobek výsledku hospodaření. Tento prudký nárůst byl způsoben výplatou dividend dědicům bývalého akcionáře společnosti. Vedení FRUJA plánuje v roce 2020 vyplatit dědicům zbývajících část dividend v celkové odhadované výši 45 000 tis. Kč (včetně výplat současným akcionářům) a v následujících letech je počítáno s výplatním poměrem ve výši 45 %.

## 5.4 Finanční analýza plánu

Závěrem bude provedena stručná finanční analýza plánu zahrnující stejné poměrové ukazatele jako při analýze finanční zdraví podniku, aby byla možná jejich srovnatelnost.

V minulosti dosahovala likvidita společnosti nadprůměrných hodnot, které se promítly také do finančního plánu. Hodnoty jejích ukazatelů budou mírně růst, což je způsobeno rychlejším růstem oběžného majetku než krátkodobých závazků.

Tab. 68: Ukazatele likvidity finančního plánu (zdroj: vlastní zpracování)

	2020	2021	2022	2023
Běžná likvidita	4,90	5,39	5,43	5,46
Pohotová likvidita	2,60	2,85	2,86	2,86
Okamžitá likvidita	0,79	0,81	0,82	0,83

Celkové zadlužení společnosti se v minulém sledovaném období pohybovalo na velmi nízké úrovni v rozmezí 11–13 %. V roce 2020 je plánovaný mírný nárůst způsobený očekávaným nárůstem krátkodobých závazků, poté bude zadlužení klesat. Společnost k datu ocenění nevyužívá úvěrového financování, ani to není plánováno.

Tab. 69: Ukazatele zadluženosti finančního plánu (zdroj: vlastní zpracování)

	2020	2021	2022	2023
Celková zadluženost (v %)	13,73	12,21	11,92	11,66
Krytí investičního majetku dlouhodobým kapitálem	2,46	2,38	2,32	2,26
Doba splácení dluhů z CF (roky)	0,36	0,87	0,70	0,71

Vysoký ukazatel krytí investičního majetku poukazující na velký podíl vlastního kapitálu bude v čase mírně klesat, a to kvůli očekávaným investicím do staveb. Ukazatel doby splácení dluhů z cash-flow zůstane i nadále velmi nízký. Vysokou finanční stabilitu a konzervativní strategii financování si společnost zachová i nadále.

Z analýzy finančního zdraví vyplynulo, že ukazatele rentability celkových aktiv a tržeb se pohybují v obdobných hodnotách jako hodnoty konkurence. Rentabilita vlastního kapitálu však dosahovala hodnot podprůměrných, a to z důvodu jejího velmi nízkého zadlužení, které bylo převzato do plánu. U všech ukazatelů rentabilit došlo k mírnému nárůstu, vzhledem k slabému roku 2019, poté je očekáván pozvolný pokles.

Tab. 70: Ukazatele rentability finančního plánu (zdroj: vlastní zpracování)

	2020	2021	2022	2023
Rentabilita celkových aktiv	10,02	9,76	9,31	8,82
Rentabilita vlastního kapitálu	9,40	8,94	8,49	8,02
Rentabilita tržeb	9,23	8,98	8,68	8,32

Ukazatele doby obratu jsou v roce 2020 plánovány na vyšší úrovni (viz podkapitola prognóza pracovního kapitálu), poté je očekáván mírný pokles. Oproti minulému vývoji ukazatelů se plánované hodnoty výrazně neliší.

Tab. 71: Ukazatele aktivity (zdroj: vlastní zpracování)

	2020	2021	2022	2023
Obrat aktiv	1,08	1,09	1,07	1,06
Doba obratu zásob (dny)	102,00	99,49	99,49	99,49
Doba obratu pohledávek z obch. vztahů (dny)	80,50	80,00	79,00	78,00
Doba obratu závazků z obch. vztahů (dny)	24,00	19,19	19,19	19,19

Po provedení stručné analýzy finančního plánu lze hodnotit finanční zdraví podniku i do budoucna pozitivně a předpoklad nepřetržitého trvání podniku lze i nadále považovat za splněný.

## 6 NÁVRH OCENĚNÍ PODNIKU

Po provedení strategické a finanční analýzy a analýzy generátorů hodnoty a sestavení finančního plánu vyplynulo, že společnost FRUJO je finančně zdravým podnikem s přijatelnou perspektivou a splňuje tak předpoklad neomezeného trvání. Na základě toho byla pro ocenění zvolena metoda diskontovaných peněžních toků ve variantě entity.

### 6.1 Náklady kapitálu

Pro výše zvolenou metodu DCF entity je nezbytné zvolit diskontní míru na úrovni průměrný vážených nákladů kapitálu (WACC). Dále budou nejprve určeny náklady na cizí kapitál, vlastní kapitál a poté spočítány WACC.

#### Náklady na cizí kapitál

Společnost k datu ocenění neeviduje žádné bankovní úvěry. Jediným úročeným cizím kapitálem je půjčka dceřiné společnosti, která je úročena 2 % p. a. Do budoucna je plánována stávající výše půjčky při stávajícím úročení. Náklady na cizí kapitál budou v dalším textu ještě upraveny o daňový štít.

#### Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál jsou stanoveny pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM). Vzhledem k nedostatečné velikosti kapitálového trhu v ČR, budou data vycházet z trhu USA, která budou upravena na národní podmínky.

#### Bezriziková úroková míra

Za bezrizikovou úrokovou míru byla dosazena výnosnost třicetiletých vládních dluhopisů USA k datu ocenění ve výši 2,33 % p. a. (U.S. Department of the Treasury, 2020).

#### Riziková prémie kapitálového trhu

Pro výpočet rizikové premie byla využita data z webových stránek prof. Damodarana jako geometrický průměr rozdílu mezi průměrnou výnosností trhu (index S&P) a průměrnou výnosností státních dluhopisů (T-bonds) za roky 1928-2020 ve výši 4,84 % (Damodaran online, 2020). Tato riziková prémie kapitálového trhu USA je dále upravena na základě postupu zpracovaného prof. Damodaranem následovně:

1. Zjištění ratingu země. Aktuální rating ČR podle ratingové společnosti Moodys je Aa3 (Moody's, 2020).
2. Promítnutí ratingu země do výše rizikové přírážky, tzv. rizika selhání země. Riziko selhání země bylo stanoveno jako rozdíl výnosnosti amerických vládních dluhopisů s nevyšším ratingem AAA a výnosností dluhopisů s ratingem Aa3 ve výši 0,59 % (Damodaran online, 2020).
3. Vzhledem k tomu, že riziko v předchozím bodě je odvozeno z dluhopisů a cílem je odhadnout rizikovou přírážku pro vlastníka, je riziko selhání země upraveno o rozdíl volatility na trhu akcií a na trhu dluhopisů. Odhad je stanoven ve výši 2,8 (Mařík a kol., 2018, s. 258).
4. Riziková přírážka země je dále upravena o rozdíl v dlouhodobě prognózované inflaci mezi USA a ČR. Očekávaná míra inflace v USA byla stanovena podle dat Mezinárodního měnového fondu ve výši 2,2 %, očekávaná inflace v ČR je prognózována Ministerstvem financí ČR ve výši 2,3 % (IMF 2020; MFČR 2020).

### Koeficient beta

Nezadlužený koeficient beta byl zjištěn opět z webových stránek prof. Damoradarana. Převzat byl koeficient podniků zpracujících potraviny v Evropě, jehož hodnota činí 0,63 (Damodaran online, 2020). Do výpočtu beta koeficientu pro zadlužené podniky byly dosazeny váhy vlastního a cizího kapitálu na základě iteračního postupu (viz níže) a jeho hodnota činí 0,65. Výše spočítané údaje pro výpočet nákladů vlastního kapitálu shrnuje následující tabulka.

Tab. 72: Damodaranova modifikace modelu CAPM (zdroj vlastní zpracování)

Bezriziková výnosnost (v %)	2,33
Beta nezadlužená pro "Food Processing" Europe	0,63
Riziková prémie kap. trhu USA (v %)	4,84
Rating České republiky	Aa3
Riziko selhání země (v %)	0,59
Odhad poměru rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům	2,8
Riziková prémie země (v %)	1,65
Riziková prémie země opravená o rozdíl v inflaci (v %)	1,75
Poměr cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku	0,04
Daňová sazba (v %)	19
Beta zadlužená	0,65
Riziková přírážka za nižší likvidnost – odhad (v %)	1
Náklady vlastního kapitálu (v %)	8,24

Po dosazení do vzorce modelu CAPM modifikovaného podle prof. Damodarana činí náklady vlastního kapitálu 8,24 %.

### 6.1.1 Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)

Po stanovení nákladů na cizí a vlastní kapitál je dále potřeba pro výpočet WACC zjistit tržní hodnoty vlastního a cizího kapitálu. K tomuto je použit tzv. iterační postup, kde jako výchozí hodnota VK byla zvolena účetní hodnota k datu ocenění ve výši 509 683 tis. Kč. Výslednou kapitálovou strukturu udává následující tabulka.

Tab. 73: Kapitálová struktura podniku po provedení tzv. iteračního postupu (zdroj: vlastní zpracování)

	Částka (v tis. Kč)
Vlastní kapitál	556 803
Cizí kapitál celkem	25 000
Celkový zpoplatněný kapitál	581 803

Na základě výše uvedené tabulky a výpočtu nákladů na cizí a vlastní kapitál lze dopočítat průměrné vážené náklady kapitálu.

Tab. 74: Průměrné vážené náklady kapitálu (zdroj: vlastní zpracování)

	Váha (v %)	Náklad (v %)	Součin (v %)
Vlastní kapitál	95,7	8,24	7,89
Cizí kapitál po dani	4,3	1,62	0,07
Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)			7,96

## 6.2 Volný peněžní tok pro 1. fázi ocenění

První fáze ocenění je založena na zpracování kompletního finančního plánu. Plán byl sestaven na čtyři roky, protože v tomto období byly plánované zvýšené investice do dlouhodobého majetku, které se ve vzdálenější budoucnosti pravděpodobně nebudou opakovat.

Základem pro výpočet volného peněžního toku je korigovaný provozní výsledek hospodaření, od kterého je odečtena upravená daň ve výši 19 %. KPVH po dani je zvýšený o náklady, které pro podnik nepředstavují výdaje a snížený o investice do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu.

Tab. 75: Volný peněžní tok pro 1. fázi ocenění (zdroj: vlastní zpracování)

v tis. Kč	2020	2021	2022	2023
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	59 604	59 763	59 544	58 866
Upravená daň	11 325	11 355	11 313	11 184
Korigovaný provozní VH po dani	48 279	48 408	48 231	47 681
Odpisy	23 146	23 146	25 011	27 192
Úpravy o nepeněžní operace	0	0	0	0
Investice do provozně nutného DM	-27 364	-40 698	-42 563	-44 744
Investice do provozně nutného PK	-6 661	-7 179	-6 940	-7 012
FCFF (free cash flow to firm)	37 399	23 677	23 739	23 118
Současná hodnota FCFF	34 642	20 315	18 867	17 019
Současná hodnota 1. fáze	90 844			

Z tabulky vyplývá, že současná hodnota 1. fáze od druhého prognózovaného roku výrazně klesá. Tento pokles je dán investicí do rekonstrukce výrobních a administrativních prostor společnosti ve výši 40 000 tis. Kč, rozložených během let 2021-2023. Poté se výše investic očekává na nižší úrovni.

### 6.3 Pokračující hodnota

Pro sestavení pokračující hodnoty je sestaven tzv. Parametrický vzorec, tj. vzorec, který v sobě zahrnuje tři klíčové parametry – tempo růstu, rentabilitu investic a míru investic, které by měly být v rámci pokračující hodnoty udržitelné. Na základě jejich zdůvodněného odhadu lze odhadnout také KPVH a volný peněžní tok pro první rok druhé fáze.

Základní literatura (Mařík a kol., 2018) doporučuje odhadnout dlouhodobé tempo růstu v rozmezí dlouhodobé očekávané inflace a dlouhodobého udržitelného tempa růstu HDP. Inflace je predikována Ministerstvem financí ČR ve výši 2,2 %. Růst HDP je však velmi negativně ovlivněn hospodářskou krizí a relevantní trh není na vývoji HDP nijak významně závislý, nebude proto na tento faktor při výpočtu tempa růstu brát ohled. Tempo růstu dosahovalo v posledním roce plánu výše 2,84 %. Pro pokračující hodnotu bude počítáno s tím, že se tempo růstu přiblíží k hodnotě tempa růstu relevantního trhu ve výši 2,41 %.

Míra investic byla spočítána jako podíl rozdílu investovaného kapitálu v posledním roce plánu a v prvním roce druhé fáze a KPVH v prvním roce druhé fáze. Oproti míře investic při zvýšených plánovaných investicích v letech 2021-2023, které dosahovala přibližně 50 %, je nižší míra investic pro druhou fázi ve výši 26,58 % opodstatněná.



Rentabilita čistých investic byla stanovena jako poměr tempa růstu a míry investic ve výši 9,07 %. Rentabilita investic by měla být zdůvodněna především ve vztahu k nákladům kapitálu. Náklady kapitálu byly stanoveny ve výši 7,96 %. Udržitelná rentabilita investic nad úrovní nákladů kapitálu je možná především významnou konkurenční výhodou podniku nebo i dalšími faktory plynoucí z charakterů odvětví, na kterém se podnik pohybuje. Vzhledem k tomu, že se podnik pohybuje v potravinářském průmyslu, který je obecně méně citlivý na konjunkturální výkyvy ekonomiky, dodává na trh výrobky, které nemají žádné přímé substituty a bariéry vstupu na trh jsou vysoké, lze považovat vyšší rentabilitu investic za udržitelnou. To je podpořeno faktem, že společnost aktivně vyvíjí nové výrobky a zefektivňuje výrobu v rámci vlastního výzkumného a vývojového oddělení, což lze považovat za její konkurenční výhodu.

Vzhledem k tomu, že lze výše zmíněné parametry považovat za stabilizované, lze KPVH za první rok druhé fáze odhadnout na základě zvoleného tempa růstu  $g$ . Parametry pokračující hodnoty udává následující tabulka. Současná hodnota druhé fáze je vypočítaná jako poměr pokračující hodnoty diskontované na úrovni WACC z posledního roku první fáze.

Tab. 76: Současná hodnota 2. fáze (zdroj: vlastní zpracování)

Tempo růstu trhu (v %)	2,41
Míra investic netto do DM a PK (v %)	26,58
Rentabilita investic netto (v %)	9,07
KPVH v 1. roce 2. fáze (v tis. Kč)	48 830
Pokračující hodnota (v tis. Kč)	646 267
Současná hodnota 2. fáze (v tis. Kč)	475 773

## 6.4 Výsledné ocenění podniku

V tomto okamžiku je již známá současná hodnota první i druhé fáze ocenění. Jejich sečtením lze dostat hodnotu podniku brutto, tj. výnosovou hodnotu investovaného kapitálu. Výsledné ocenění podniku netto, tj. hodnotu vlastního kapitálu podniku lze pak získat odečtením úročených dluhů k datu ocenění. Posledním krokem k výsledné hodnotě podniku je přičtení hodnoty neprovozních aktiv k datu ocenění.

Tab. 77: Výnosové ocenění k 31.12.2019 (zdroj: vlastní zpracování)

	v tis. Kč
Současná hodnota 1. fáze	90 844
Současná hodnota 2. fáze	475 773
Provozní hodnota brutto	566 616
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	25 000
Provozní hodnota netto	541 616
Neprovozní majetek k datu ocenění	15 187
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	556 803

Hodnota společnosti FRUJO, a. s. metodou diskontovaných peněžních toků je stanovena k 31.12.2019 ve výši 556 803 tis. Kč.

## 6.5 Ocenění při změně vstupních parametrů

Výsledné ocenění podniku je stanovené za použití určitých vstupních dat, proto je vhodné zkoumat, jak by se ocenění změnilo se změnou některých z nich.

První změna se týká prognózy tržeb. V tabulce níže lze vidět, jak by se změnila hodnota podniku v případě, že by byl k prognóze relevantního trhu a tím i prognóze tržeb použit vyšší exponenciální trend nebo nižší odmocninný trend. Při použití exponenciálního trendu vývoje tržeb by se hodnota podniku zvýšila téměř o polovinu. Odmocninný vývoj tržeb by hodnotu podniku snížil o 12,3 %.

Vzhledem k tomu, že přibližně 85 % výsledné hodnoty podniku tvoří hodnota druhé fáze, bude analýze podroben parametr tempa růstu. V případě, že by bylo tempo růstu pro druhou fázi ocenění ponecháno ve výši z posledního roku první fáze, hodnota podniku by byla vyšší o 7,2 %.

Další změna bude uvažovat případ, kdy by k průměrným váženým nákladům kapitálu byla přičtena přírážka za nižší obchodovatelnost ve výši 2 %, namísto 1 %. Hodnota podniku by se snížila 15,4 % na hodnotu 470 984 tis. Kč.

Podnik má v plánu investovat do staveb v celkové výši 40 mil. Kč. V případě, že by investiční náklady nakonec činily 50 mil. Kč, hodnota podniku by byla nižší o 2 %.

Tab. 78: Změna ocenění při změně vstupních parametrů (zdroj: vlastní zpracování)

Parametr	Hodnota podniku (v tis. Kč)	Absolutní změna (v tis. Kč)	Relativní změna (v %)
Zvýšení tempa růstu g na 2,84 %	596 780	39 977	7,2
Přičtení přírážky za nižší obchodovatelnost ve výši 2 %	470 984	-85 819	-15,4
Použití exponenciálního trendu při prognóze tržeb	803 902	247 099	44,4
Použití odmocninného trendu při prognóze tržeb	488 015	-68 788	-12,3
Zvýšení investic do staveb o 10 mil. Kč	545 642	-11 161	-2,0

Z výše uvedeného plyne, že určená hodnota podniku je velmi citlivá na změny vstupních parametrů. Zejména změna uvažovaného tempa růstu tržeb podle exponenciálního trendu by hodnotu podniku zvýšilo bezmála o polovinu.

Pokud by však bylo uvažováno s přičtením 2 % přírážky za nižší obchodovatelnost nebo pokud by tržby byly prognózovány podle odmocninného trendu, hodnota podniku by byla dokonce nižší než účetní hodnota vlastního kapitálu ke dni ocenění a podle mého názoru podhodnocená.

## ZÁVĚR

Cílem této diplomové práce bylo určit hodnotu společnosti FRUJO, a. s. k 31.12.2019 metodou diskontovaných peněžních toků ve variantě entity. Ocenění bylo provedeno na bázi objektivizované hodnoty pro potřeby managementu podniku.

Před samotným oceněním bylo třeba vypracovat strategickou a finanční analýzu, z jejichž závěrů bylo možné konstatovat, že podnik splňuje předpoklady pro pokračování jeho činnosti – tzv. „going concern principle“. V úvodu strategické analýzy byl vymezen relevantní trh na základě poptávky po výrobcích společnosti, kterou tvoří zejména spotřeba mléčných, pekárenských a cukrářských výrobků v České republice.

Na základě analýzy vnějšího potenciálu byly stanoveny nejvýznamnější příležitosti a hrozby, z analýzy vnitřního potenciálu vyplynuly nejpodstatnější silné a slabé stránky. Největší konkurenční výhodou společnosti je její velikost a tradice. FRUJO je dominantním výrobcem ovocných a neovocných komponentů pro mlékárenský průmysl v České republice. Za téměř třicet let podnikání si vybudovalo širokou síť odběratelů zahrnující téměř všechny mlékárny v České republice. Další konkurenční výhodou společnosti je provádění vlastního výzkumu a vývoje nových technologií a receptur, který jí pomáhá držet si dominantní postavení na tuzemském trhu, ale i obstát na trhu zahraničním. Za největší hrozbu, které musí podnik čelit je považováno především snížení spotřeby cukrářských výrobků, a to vzhledem k rostoucímu trendu zdravého stravování.

Z analýzy finančního zdraví vyplynulo, že v oblasti finanční stability si FRUJO vede na výbornou. To je však na úkor výnosnosti, která dosahuje pouze lehce nadprůměrných až průměrných hodnot. Souhrnně tak bylo FRUJO hodnoceno jako zdravý, a především finančně stabilní podnik.

Na základě provedených analýz byly prognózovány generátory hodnoty, které byly východiskem pro sestavení finančního plánu za období 2020-2023. Volné peněžní toky obsažené ve finančním plánu byly diskontované na současnou hodnotu prostřednictvím diskontní sazby stanovené pomocí modifikace modelu pro oceňování kapitálových aktiv pro neamerické ekonomiky zpracované prof. Damodaranem.

Současná hodnota podniku ve druhé fázi, tj. od roku, pro který již není sestaven finanční plán do nekonečna, byla určena pomocí tzv. Parametrického vzorce a její hodnota činila přibližně 85 % z celkové hodnoty podniku.

Na závěr bylo testováno, jak by se změnila hodnota podniku v případě změny některých vstupních parametrů.

## SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

### Knižní zdroje

ČIŽINSKÁ, Romana. *Základy finančního řízení podniku*. Pardubice: Grada, 2018. ISBN 978-80-271-0194-8.

GRASSEOVÁ Monika, Radek DUBEC a David ŘEHÁK. *Analýza podniku v rukou manažera: 33 nepoužívanějších metod strategického řízení*. 2. vyd. Brno: BizBooks, 2012. ISBN 978-80-265-0032-2.

International Valuation Standards Council. *Mezinárodní oceňovací standardy 2017*. Jesenice: 2018. ISBN: 978-80-87865-44-6.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.

KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2. rozš. vyd. Praha: Grada, 2013. ISBN 978-80-247-4456-8.

KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 2009. ISBN 978-247-2865-0.

MALLYA, Thaddeus. *Základy strategického řízení a rozhodování*. Praha: Grada, 2007. ISBN 978-80-247-1911-5.

MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 2. uprav. vyd. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-42-2.

MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku: proces oceňování, základní metody a postupy*. 4. uprav. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.

RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 6. aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2019. ISBN 978-80-271-2028-4.

SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 2. aktualiz. vyd. Brno: Computer Press, 2011. ISBN 978-80-251-3386-6.

SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. *Strategická analýza*. 2. přeprac. a rozš. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006. ISBN 80-7179-367-1.

## Ostatní zdroje

BEHAVIO. *Strach a koronavirus v Česku* [online]. Praha: BEHAVIO, 2020 [cit. 2020-10-30]. Dostupné z: <https://behaviolabs.com/media/strach-a-koronavirus-v-cesku/>

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Zpráva o inflaci – IV/2020*. [online]. © 2020 [cit. 2020-11-12]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-inflaci/Zprava-o-inflaci-IV-2020/>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Hlavní makroekonomické ukazatele* [online]. Praha: ČSÚ, 2020 [cit. 2020-11-03]. Dostupné z: [https://www.czso.cz/csu/czso/hmu\\_cr](https://www.czso.cz/csu/czso/hmu_cr)

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Indexy cen průmyslových výrobců – říjen 2020* [online]. Praha: ČSÚ, 2020 [cit. 2020-11-18]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/indexy-cen-prumyslovych-vyrobcu-rijen-2020>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. Magazín Českého statistického úřadu. *Trhu s biopotravinami se v Česku v roce 2018 dařilo* [online]. Praha: ČSÚ, 2020 [cit. 2020-11-16]. Dostupné z: <https://www.statistikaamy.cz/2020/10/13/trhu-s-biopotravinami-se-v-cesku-v-roce-2018-darilo>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Spotřeba potravin - 2019* [online]. Praha: ČSÚ, 2020 [cit. 2020-11-22]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/spotreba-potravin-2019>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Spotřební výdaje domácností - 2019* [online]. Praha: ČSÚ, 2020 [cit. 2020-11-18]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/spotrebni-vydaje-domacnosti-2019>

DAMODARAN ONLINE. *Country Default Spreads and Risk Premiums* [online]. [cit. 2021-02-13]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

DAMODARAN ONLINE. *Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills: 1928-2020* [online]. [cit. 2021-02-13]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

DAMODARAN ONLINE. *Levered and Unlevered Betas by Industry* [online]. [cit. 2021-02-13]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

EVROPSKÝ PARLAMENT. *Biopotraviny a ekozemědělství v EU* [online]. Praha: Evropský parlament, 2020 [cit. 2020-11-05]. Dostupné z: <https://www.europarl.europa.eu/news/cs/press-room/20180411IPR01523/biopotraviny-kvalitnejsi-produkty-a-podpora-vyroby>)

FRUJO. O nás. *Frujo.cz* [online]. © 2020 [cit. 2020-10-22]. Dostupné z: <https://www.frujo.cz/frujo/o-nas>

FRUJO. Produkty. *Frujo.cz* [online]. © 2020 [cit. 2020-10-23]. Dostupné z: <https://www.frujo.cz/produkty>

IDW Standard S1 2008

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Country data. Inflation rate*. [online]. [cit. 2021-02-13]. Dostupné z: <https://www.imf.org/en/Countries/USA>

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Makroekonomická predikce – září 2020* [online]. Praha: MFČR, 2020 [cit. 2020-11-03]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2020/makroekonomicka-predikce-zari-2020-39418>

MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI ČESKÉ REPUBLIKY. Výpis z obchodního rejstříku. *or.justice.cz* [online]. © 2012-2015 [cit. 2020-10-22]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=541925&typ=PLATNY>

MINISTERSTVO ZEMĚDĚLSTVÍ. Mléko a mléčné výrobky. *Komoditní karta mléko září 2020* [online]. © 2009-2020 [cit. 2020-11-18]. Dostupné z: [http://eagri.cz/public/web/file/665908/Komoditni\\_karta\\_Mleko\\_zari\\_2020.pdf](http://eagri.cz/public/web/file/665908/Komoditni_karta_Mleko_zari_2020.pdf)

MINISTERSTVO ZEMĚDĚLSTVÍ. *Panorama potravinářského průmyslu 2018* [online]. © 2009-2020 [cit. 2020-11-15]. Dostupné z: <http://eagri.cz/public/web/mze/potraviny/publikace-a-dokumenty/panorama-potravinarskeho-prumyslu/?pos=0>

NÁRODNÍ VZDĚLÁVACÍ FOND. *Předvídání kvalifikačních potřeb*. [online]. © 2011, Praha: NVF, 2015 [cit. 2020-11-09]. Dostupné z: <http://www.nvf.cz/predvidani-kvalifikacnich-potreb>



ORBIS EUROPE. *A database of comparable financial information for public and private companies across Europe* [online]. [cit. 2020-11-23]. Dostupné z: <https://orbis4europe.bvdinfo.com/version-20201126/orbis4europe/1/Companies/Search>

POLAK INTERNATIONAL. Úvod. *Polak-international.com* [online]. © 2020 [cit. 2020-10-22]. Dostupné z: <https://www.polak-international.com/>

POTRAVINÁŘSKÁ KOMORA ČESKÉ REPUBLIKY. *Programy prevence vzniku odpadů*. [online]. © 2002-2016 [cit. 2020-11-20]. Dostupné z: <file:///C:/Users/Marcela/Downloads/Programy%20prevence%20odpadST-potravinscSDsksU%20prSTmysl.pdf>

PRÝMAS, Lukáš. *Vývoj trhu s mlékem je výrazně ovlivněn pandemií Covid 19*. In: *Náš chov* [online]. Profi Press s. r. o. [cit. 2021-02-05]. Dostupné z: <https://www.naschov.cz/vyvoj-trhu-s-mlekem-je-vyrazne-ovlivnen-pandemii-covid-19/>

SPOLEK PRO KOMODITY A KRMIVA. Standard „bez GMO“. *bez GMO.cz* [online]. © 2017-2020 [cit. 2020-10-30]. Dostupné z: <https://www.bezgmo.cz/>

UNITED STATES GOVERNMENT. *U. S. Department Of The Treasury* [online]. Washington, D. C., 2020 [cit. 2021-02-13]. Dostupné z: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2020>

VAŇATOVÁ, Věra. *Svaz pekařů: Letos očekáváme desetiprocentní pokles tržeb*. In: *Odborný a stavovský týdeník zemědělec* [online]. Profi Press s. r. o. [cit. 2021-02-05]. Dostupné z: <https://www.zemedelec.cz/svaz-pekaru-letos-ocekavame-desetiprocentni-pokles-trzeb-svaz-pekaru-letos-ocekavame-desetiprocentni-pokles-trzeb/>

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník

## SEZNAM TABULEK

Tab. 1: Kralickův rychlý test .....	21
Tab. 2: Schéma výpočtu FCF .....	27
Tab. 3: HDP .....	39
Tab. 4: Průměrná míra inflace .....	40
Tab. 5: Průměrná míra nezaměstnanosti.....	41
Tab. 6: Vývoj průměrného kurzu CZK/EUR .....	42
Tab. 7: Výzkum a vývoj v potravinářském průmyslu ČR.....	44
Tab. 8: Průměrný evidenční počet zaměstnanců, počet podniků CZ-NACE 10.5 .....	45
Tab. 9: Tržby, účetní přidaná hodnota CZ-NACE 10.5 .....	45
Tab. 10: Cena mléka .....	46
Tab. 11: Index cen CZ CPA 105 .....	46
Tab. 12: Spotřeba mléčných výrobků .....	46
Tab. 13: Spotřeba mléčných výrobků v Kč/os.....	47
Tab. 14: Průměrný evidenční počet zaměstnanců a počet podniků CZ-NACE 10.7 .....	47
Tab. 15: Tržby a účetní přidaná hodnota CZ-NACE 10.7.....	48
Tab. 16: Index cen CZ-CPA 107 .....	48
Tab. 17: Spotřeba pekárenských výrobků .....	48
Tab. 18: Spotřeba pekárenských výrobků .....	48
Tab. 19: Spotřeba cukrářských výrobků.....	49
Tab. 20: Spotřeba cukrářských výrobků.....	49
Tab. 21: Tuzemská konkurence .....	51
Tab. 22: Zahraniční konkurence .....	52
Tab. 23: Počet zaměstnanců a mzdové náklady .....	54
Tab. 24: Náklady na výzkum a vývoj.....	56
Tab. 25: Nákup výrobních zařízení a technologií.....	56
Tab. 26: Horizontální analýza aktiv.....	57
Tab. 27: Vertikální analýza aktiv.....	58
Tab. 28: Podíl dlouhodobých a oběžných aktiv konkurence .....	59
Tab. 29: Horizontální analýza pasiv .....	59
Tab. 30: Vertikální analýza pasiv .....	60
Tab. 31: Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát.....	61

Tab. 32: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty .....	61
Tab. 33: Cash-flow .....	63
Tab. 34: Nerozdělený zisk minulých let .....	63
Tab. 35: Likvidita .....	64
Tab. 36: Ukazatele dlouhodobé finanční stability .....	65
Tab. 37: Ukazatele rentability .....	66
Tab. 38: Ukazatele aktivity .....	67
Tab. 39: Pohledávky po splatnosti .....	68
Tab. 40: Rychlý test .....	69
Tab. 41: SWOT analýza .....	70
Tab. 42: Okamžitá likvidita CZ-NACE 10 .....	72
Tab. 43: Volba relevantního trhu .....	73
Tab. 44: Testované modely v regresní analýze .....	74
Tab. 45: Alternativní prognózy trhu pomocí regresní analýzy .....	75
Tab. 46: Prognóza trhu .....	76
Tab. 47: Minulý vývoj tržeb a tržního podílu podniku .....	77
Tab. 48: Prognóza tržeb podniku .....	77
Tab. 49: Zisková marže 2015-2019 .....	78
Tab. 50: Prognóza ziskové marže shora .....	79
Tab. 51: Vývoj hlavních nákl. položek 2015-2019 .....	79
Tab. 52: Prognóza ziskové marže zdola .....	80
Tab. 53: Doba obratu položek ČPK v minulosti .....	81
Tab. 54: Plánovaná doba obratu položek ČPK .....	82
Tab. 55: Pracovní kapitál v minulosti .....	82
Tab. 56: Plánovaný pracovní kapitál .....	83
Tab. 57: Koeficienty růstu tržeb na růst PK .....	83
Tab. 58: Investiční náročnost dlouhodobého nehmotného majetku .....	84
Tab. 59: Investiční náročnost hmotných movitých věcí .....	84
Tab. 60: Prognóza dlouhodobého majetku .....	85
Tab. 61: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu 2015-2019 .....	86
Tab. 62: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu 2020-2023 .....	86
Tab. 63: Plán tržeb a nákladů .....	87

Tab. 64: Plánovaná rozvaha – aktiva .....	88
Tab. 65: Plánovaná rozvaha – pasiva .....	89
Tab. 66: Plánovaný výkaz o peněžních tocích.....	90
Tab. 67: Výplatní poměr 2015-2019 .....	91
Tab. 68: Ukazatele likvidity finančního plánu .....	91
Tab. 69: Ukazatele zadluženosti finančního plánu .....	91
Tab. 70: Ukazatele rentability finančního plánu.....	92
Tab. 71: Ukazatele aktivity.....	92
Tab. 72: Damodaranova modifikace modelu CAPM .....	94
Tab. 73: Kapitálová struktura podniku po provedení tzv. iteračního postupu.....	95
Tab. 74: Průměrné vážené náklady kapitálu.....	95
Tab. 75: Volný peněžní tok pro 1. fázi ocenění.....	96
Tab. 76: Současná hodnota 2. fáze .....	97
Tab. 77: Výnosové ocenění k 31.12.2019 .....	98
Tab. 78: Změna ocenění při změně vstupních parametrů.....	99

## SEZNAM GRAFŮ

Graf 1: Porovnání trendů možného vývoje trhu .....	76
Graf 2: Vývoj tržeb podniku.....	78

## **SEZNAM PŘÍLOH**

Příloha 1: Organizační struktura FURJO, a. s.

Příloha 2: Prognóza relevantního trhu

Příloha 3: Náročnost růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku

Příloha 4: Prognóza investic do dlouhodobého majetku

Příloha 5: Rozvaha – aktiva společnosti FRUJO a. s. 2015-2019

Příloha č. 6: Rozvaha – pasiva společnosti FRUJO a. s. 2015-2019

Příloha 7: Výkaz zisku a ztráty společnosti FRUJO a. s. 2015-2019